

Marktforschung, Absatzpolitik und Werbung
als betriebswirtschaftliche
Hauptprobleme einer Investment-Gesellschaft

von

ALFRED KAWAN

1958

Marktforschung, Absatzpolitik und Werbung als betriebswirt-
=====
schaftliche Hauptprobleme einer Investment-Gesellschaft
=====

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der Doktorwürde
einer Hohen Staatswirtschaftlichen Fakultät
der Ludwig-Maximilians-Universität
zu München

vorgelegt von:
Alfred K a w a n



1958

Referent: Prof. Dr. O. Hintner
Korreferent: Prof. Dr. R. Nieschlag
Tag der mündlichen Prüfung: 17. Dezember 1958

V o r w o r t

Nachfolgende Darstellung befaßt sich im wesentlichen mit einigen Hauptproblemen der sog. "Kapitalanlagegesellschaften" oder "Investment Trusts", wobei allerdings im Gegensatz zu anderen Schriftwerken neueren Ursprungs weder die juristischen, noch die steuerlichen, rechnungs- oder sozialpolitischen Fragen das zentrale Sujet der Betrachtungen bilden, sondern vielmehr - vom Standpunkt des Einzelbetriebes gesehen - die marktseitigen Beschaffungs- und Absatz-Entscheide der verantwortlichen Unternehmungs-Organen. Nichtsdestoweniger mußten jedoch, infolge der Umweltbezogenheit der zu erläuternden Fakten, sehr häufig auch sachliche Zusammenhänge volkswirtschaftlicher Art aufgerollt werden, sofern dies zur Gewinnung des notwendigen Fundamentes jeweils geboten erschien.

Zur methodischen Ausarbeitung des vorliegenden Themas wäre des weitern noch kurz zu bemerken, daß sie der Anlage nach im Stil einer grundsätzlichen Abhandlung durchgeführt wurde, welche indessen aus Gründen der Anschaulichkeit durch das Einstreuen passender Beispiele - so weit wie nur möglich - eine empirische Note erhielt. Das betreffende Zahlen- und Informations-Material, vorwiegend deutscher und schweizerischer Herkunft, bezog sich dabei in der Regel auf Sommer bis Herbst 1957, doch wurden mit fortschreitender Konzipierung der einzelnen Abschnitte zum Teil aktuellere Daten an geeigneter Stelle entsprechend verwertet.



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41555216_0064

Disposition

=====

Theoretisch-historische Einführung:

Der Investment-Gedanke und seine praktische Verwirklichung.	1
1. Begriff und Wesen einer Investment-Gesellschaft.....	1
2. Der bisherige Verlauf der Investment-Bewegung.....	6
a) Ursprung und Entwicklung der britischen "Trusts".....	7
b) Die Investment-Erfahrungen der USA.....	13
c) Kapitalanlagegesellschaften in der Schweiz.....	20
d) Der Investment-Gedanke in Deutschland.....	27

Betriebswirtschaftlicher Hauptteil:

Die Problematik der einzelnen Markt- und Absatz-Faktoren im Rahmen der Geschäftspolitik eines Investment Trust.....	33
---	----

I. Die Problematik der Marktforschung.....	36
A) Der Beschaffungsmarkt und seine Probleme.....	43
1. Die Aufgaben der Beschaffungsforschung.....	44
2. Die Durchführung der Beschaffungsforschung.....	46
a) Die Analyse der Beschaffungsobjekte.....	52
b) Die Beobachtung der Beschaffungsobjekte.....	72
3. Die Ergebnisse der Beschaffungsforschung.....	77
a) Die Anlagepolitik einer Inv.-Gesellschaft.....	77
b) Die Liquiditätspolitik einer Inv.-Gesellschaft.	93
c) Die Beschaffungspolitik einer Inv.-Gesellschaft	95
B) Der Absatzmarkt und seine Probleme.....	102
1. Die Aufgaben der Absatzforschung.....	104
2. Die Durchführung der Absatzforschung.....	106
a) Die Erforschung der sachbedingten Marktstellung	107
b) Die Erforschung der umweltbedingten Marktlage..	109
aa) Die Analyse des Bedarfs.....	110
bb) Die Analyse der Konkurrenz.....	130
II. Die Problematik der Absatzpolitik.....	142
A) Der indirekte Wirkungsbereich der Absatzpolitik.....	142
1. Absatzfördernde Maßnahmen im Rahmen der Anlagepolitik.....	143
2. Absatzfördernde Maßnahmen im Rahmen der Ausschüttungspolitik.....	146
3. Absatzfördernde Maßnahmen im Rahmen der Liquiditätspolitik.....	147
B) Der direkte Wirkungsbereich der Absatzpolitik.....	149
1. Die Konditionenpolitik einer Inv.-Gesellschaft....	149
2. Die "Erzeugnis"-Politik einer Inv.-Gesellschaft...	153
3. Die Vertriebspolitik einer Inv.-Gesellschaft.....	157
4. Die "good-will"-Politik einer Inv.-Gesellschaft...	159
5. Die Publizitätspolitik einer Inv.-Gesellschaft....	160

III. Die Problematik der Werbung.....	162
A) Der grundsätzliche Rahmen der Werbe-Aktionen.....	164
B) Die methodische Vornahme der Werbe-Aktionen.....	165
1. Die formelle Gestaltung der Investment-Reklame....	165
2. Die materielle Gestaltung der Investment-Reklame..	168

Volkswirtschaftlicher Ausblick:

Zur Spar- und Sozialproblematik des Investment-Gedankens.....	175
---	-----

++++++

Der Investment-Gedanke und seine praktische Verwirklichung =====

Zur Schaffung einer sowohl begrifflich als auch empirisch fundierten Ausgangsbasis wird an die Spitze dieser Untersuchungen ein Kapitel gestellt, welches der Einführung in den hier zur Debatte stehenden Problemkreis dienen soll. Da jedoch der Schwerpunkt vorliegender Arbeit - der thematischen Formulierung entsprechend - primär auf dem geschäftspolitisch relevanten Gebiet des einzelbetrieblichen Marktverhaltens zu liegen hat, werden die Fragen der theoretischen Analyse des Investment-Prinzips bzw. die historischen Etappen seiner Konkretisierung in Gestalt von besonderen "Trusts" nachstehend nur insoweit behandelt, als dies zur Erreichung des obengenannten Zieles notwendig ist. Wegen weiterer Einzelheiten hierüber muß deshalb auf die einschlägigen, im Literaturverzeichnis angeführten Werke verwiesen werden, die neben sachlichen Details beschreibender Art auch eine Fülle statistischen Zahlenmaterials enthalten, welches aber heute zum Teil stark veraltet ist und daher kaum noch nutzbringend verwertet werden kann.¹⁾

1. Begriff und Wesen einer Investment-Gesellschaft

Bekanntlich sollte eine Definition, welche ausschließlich den effektiven Kern eines Phänomens zu erfassen trachtet, eventuelle Verschiedenheiten im äußeren Erscheinungsbild des betreffenden Objektes nach Möglichkeit unberücksichtigt lassen und sich statt dessen auf die wesentlichen Grundzüge desselben konzentrieren. In Übereinstimmung mit diesem Postulat wurde daher bei der nachfolgenden Begriffsbestimmung von den zahlreichen organisatorischen und betriebstechnischen Unterschieden zwischen den diversen Typen von Investment-Gesellschaften

- 1) Die elementaren Probleme des gesamten Investment-Komplexes werden besonders in den häufig zitierten Publikationen von Bruppacher, Liefmann und Offner eingehend herausgearbeitet, während sich Seischab hauptsächlich um eine Systematisierung der vielfältigen Erscheinungsformen jener "Kapitalwertsicherungsbetriebe" bemüht. Darüber hinaus bringen neben den schon erwähnten Autoren vor allem Kilgus und Linhardt umfassende Einzelangaben über die damals bestehenden Trusts.

Stets "up to date" sind dagegen, was die Verhältnisse in den USA betrifft, die jährlichen Investment-Kompendien von Wiesenberg.

vollständig abstrahiert und lediglich deren gleichgerichtete Zwecksetzung zum allein maßgebenden Kriterium erhoben. Daraus ergab sich folgende Formulierung, die sich in ihrer Grundkonzeption an die von H ü g i bzw. B r u p p a c h e r aufgestellten Definitionen anlehnt:

Eine Investment-Gesellschaft ist eine der gemeinschaftlichen Kapitalanlage dienende Institution privatrechtlicher Natur, welche im ausschließlichen Interesse des jeweiligen Anlegerkreises die von diesem aufgebrachten Mittel, sofern sie nicht in liquider Form unterhalten werden, nach dem Prinzip der Risikostreuung in Wertpapieren anlegt und diese im Sinne eines treuhänderischen Auftrages verwaltet. Hierbei wird zwar außer einer angemessenen Verzinsung der investierten Kapitalien auch eine höchstmögliche Steigerung ihres Wertes angestrebt, von einer über den Zweck der reinen Kapitalanlage hinausgehenden Einflußnahme auf die Emittenten der betreffenden Effekten jedoch bewußt abgesehen.¹⁾

Vollzieht man nun eine kurze Aufgliederung der in dieser Defi-

- 1) Demgegenüber lauten die Formulierungen der beiden oben erwähnten Autoren folgendermaßen:

"Der Investment Trust ist ein Wirtschaftsgebilde, das im Kollektivinteresse der Investoren die gemeinsamen Kapitalien in Effekten anlegt, diese im Sinne eines treuhänderischen Verhältnisses verwaltet und nach einer nach speziellen Grundsätzen aufgestellten Investment-Politik Kapitalwert- und ~~Kaufkraft~~erhaltung und höchstmögliche Rendite bezweckt." (H ü g i: a.a.O., S. 17)

"Ein Investment Trust ist eine Organisation kollektiver Kapitalanlage, deren Mittel, soweit sie nicht als kurzfristige Disponibilitäten gehalten werden, nach dem Grundsatz der Risikoverteilung in Effektenform angelegt sind, wobei auf jede über den Zweck der Kapitalanlage hinausgehende Beeinflussung oder Kontrolle der Beteiligungen verzichtet wird." (B r u p p a c h e r: a.a.O., S. 33)

Zum Vergleich sei hier auch noch die Definition eines amerikanischen Autors angefügt:

"An Investment Trust is an agency by which the combined funds of different participants are placed in securities showing a distribution of risk such as to introduce the law of average in protection of the principal; and which aims solely at the safe and reasonable profitable employment of the subscribed investment funds while definitely avoiding any and all the responsibilities of control, management, finance, direction or special interest which are sometimes tied in with Investment Trusts." (R o b i n s o n: a.a.O., S. 13)

nition enthaltenen Begriffsmerkmale, so lassen sich im einzelnen folgende Feststellungen treffen:

1. Auch wenn der Rechtsakt ihrer Gründung rein formell gesehen vom dritter Seite aus vorgenommen wird, beruhen die Investment-Gesellschaften -teleologisch betrachtet - stets auf einem freiwilligen, mehr oder weniger festen Zusammenschluß privater Anlegerkreise bzw. auf dem Bedürfnis nach einem solchen. Deshalb können z.B. sämtliche Organisationen, die ihre Existenz lediglich administrativen Erwägungen verdanken, nicht mehr in den Kreis der Investment-Gesellschaften einbezogen werden, gleichgültig, ob sie selbst vielleicht unter dieser Bezeichnung auftreten oder nicht. Gemeint sind hiermit die besonders im Ausland, vor allem in der Schweiz und im Liechtenstein häufig anzutreffenden Verwaltungsgesellschaften für große Einzelvermögen, ähnlich der in München ansässigen "Centralgeschäftsstelle Georg Hirsch", ferner ausgesprochene Dachgesellschaften von Konzerngebilden oder auch staatliche Gründungen, wie etwa die französische "Société Nationale d'Investissements".¹⁾
2. Besagter Zusammenschluß, der aber keineswegs ein korporativer zu sein braucht, sondern auch darin bestehen kann, daß nur die Kapitalien eines bestimmten Personenkreises zusammengelegt werden, ohne daß hierdurch zwischen den einzelnen Investoren eine Vereinigung gesellschaftsrechtlicher Art zustande kommt, erfolgt zum Zwecke der gemeinschaftlichen Vermögensanlage und hat das Ziel, mit Hilfe des kollektiven Vorgehens der betreffenden Anleger das Prinzip der Risikostreuung zur Anwendung bringen zu können. Die tragende Idee des Investment-Sparens ist also im Grunde genommen eine rein genossenschaftliche, obwohl die überwiegende Mehrheit aller gegenwärtig bestehenden Kapitalanlagegesellschaften nicht in die Rechtsform einer Genossenschaft gekleidet ist.

1) Die sog. "SNI" ist eine typische Erscheinung der Nachkriegszeit und entstand im November 1945 als ein Unternehmen des französischen Fiskus, welcher die zahlreichen, aus feindlichem Besitz konfiszierten oder auf Grund der nationalen Solidaritätssteuer von den Aktiengesellschaften an Zahlungsstatt gegebenen eigenen Wertpapiere zu verwalten hat. Vgl. hierzu auch den Aufsatz "Investment Trusts gedeihen nicht in Frankreich" in der "Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", Jg. 1951 H.7, S.7.

3. Die Vermögensanlage selbst erstreckt sich in erster Linie auf Effekten, weshalb in der obigen Begriffsbestimmung die entsprechende Einschränkung vorgenommen wurde. Daneben gibt es aber eine ganze Reihe von Gesellschaften, die ihre Mittel nur in Grundstücken bzw. in Rechten an Grundstücken investieren. Da ihnen heute, besonders in der Schweiz, eine steigende Bedeutung zukommt, werden sie hier als Sonderfall am Rande mitbehandelt, wenngleich sie strenggenommen nicht mehr zu den Investment-Gesellschaften im eigentlichen Sinn gerechnet werden dürften. Neuerdings wurde ihnen in der Bundesrepublik die Anerkennung als solche sogar ausdrücklich versagt.^{1), 2)}
4. Entsprechend ihrem Charakter als Kapitalanlage werden die betreffenden Effekten regelmäßig in der Absicht erworben, sie möglichst langfristig im Portefeuille zu behalten. Das schließt jedoch nicht aus, daß Papiere, welche die an sie gestellten Erwartungen kurs- oder ertragsmäßig nicht erfüllen, binnen kurzem wieder abgestoßen werden können.
5. Im Hinblick auf ihren spezifischen Unternehmungszweck, ständig um die Sicherheit und Rentabilität der ihnen anvertrauten Mittel besorgt zu sein, kommt den Investment-Gesellschaften sinngemäß eine treuhänderische Funktion auch dann zu, wenn sie nicht ausdrücklich an eine entsprechende Verabre-

1) Vgl. hierzu § 7, Abs. 1 des sog. "Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften" vom 16. April 1957, der diesen Wirtschaftsgebilden nur die Vermögensanlage in börsengängigen Wertpapieren gestattet.

Im übrigen konnte aber die in § 1, Abs. 1 des genannten Gesetzes enthaltene Definition einer Investment-Gesellschaft nicht zur Grundlage dieser Ausführungen gemacht werden, da sie im Gegensatz zu der eingangs aufgestellten Forderung nach einer möglichst weitgehenden Abstrahierung von organisatorischen Besonderheiten den Kapitalanlagegesellschaften ein ganz bestimmtes Konstruktionsprinzip vorschreibt.

2) Wollte man, was hier jedoch nicht beabsichtigt ist, für die verschiedenen Typen von Investment-Gesellschaften ein theoretisch-systematisches Ordnungsschema entwerfen, so ließe sich beispielsweise zur Kennzeichnung ihrer unterschiedlichen Anlagepolitik der Ausdruck "Kapitalanlagegesellschaft" als übergeordneter Begriff einführen, der dann in die beiden Unterbegriffe "Effektenanlagegesellschaft" und "Immobilienanlagegesellschaft" zerfallen würde.

dung gebunden sind.¹⁾

6. Von dieser Tatsache ausgehend läßt sich die Forderung ableiten, daß die Investment-Gesellschaften bei der Vornahme etwaiger Vermögenstransaktionen einzig und allein die Interessen ihres jeweiligen Anlegerkreises zu berücksichtigen haben und aus diesem Grund von allen, dieser Verpflichtung entgegenstehenden Einflüssen Dritter auf jeden Fall freigehalten werden müssen.
7. Da aber andererseits außer einer sowohl sicheren als auch rentablen Kapitalanlage kein weiterer Zweck verfolgt werden soll, würde es dem Wesen der Investment-Gesellschaften in größter Weise widersprechen, wenn umgekehrt sie selbst ihren Effektenbesitz zu einer mit dem obengenannten Ziel nicht mehr zu vereinbarenden Beeinflussung derjenigen Unternehmungen mißbrauchen wollten, deren Wertpapiere sie zu Anlagezwecken erworben haben.²⁾

Diese kurze Stellungnahme zu den einzelnen Begriffsmerkmalen einer Investment-Gesellschaft dürfte wohl die charakteristischen Grundzüge ihres Wesens soweit klargestellt haben, daß von weiteren Erläuterungen hierzu ohne Bedenken Abstand genommen werden kann. Sofern sich aber - vor allem hinsichtlich ihrer prinzipiellen Einstellung zu den von ihr verwalteten Wertpapieren - noch eine etwas schärfere Abgrenzung der Kapitalanlagegesellschaften von Wirtschaftsgebilden ähnlicher Art, wie z.B. Effektenhandelsgesellschaften, Holding Companies, Übernahme- und Finanzierungsgesellschaften, als notwendig erweisen sollte, wird diesem Erfordernis bei der Darstellung der Anlagepolitik einer Investment-Gesellschaft Rechnung getragen werden.³⁾

-
- 1) Vgl. hierzu auch § 9, Abs. 1 des oben zitierten Gesetzes, der diese allgemeine Sorgfaltspflicht der Kapitalanlagegesellschaften gegenüber den von ihnen verwalteten Wertpapierfonds ausdrücklich deklariert.
 - 2) In diesem Sinne sind auch die Bestimmungen gegen die Bildung wirtschaftlicher Machtpositionen durch Investment-Gesellschaften zu verstehen, welche in § 7, Abs. 4 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften niedergelegt wurden.
 - 3) Diesem Zweck dienen vornehmlich die Ausführungen auf den Seiten 90 ff.

2. Der bisherige Verlauf der Investment-Bewegung

Der jetzt folgende Abriß der nur relativ kurzen, aber nichtsdestoweniger äußerst wechselvollen Entwicklungsgeschichte der Kapitalanlagegesellschaften soll zwar keine ausführliche Wiedergabe aller historischen Einzelheiten sein, sondern sich lediglich auf eine knappe Zusammenfassung der wichtigsten Punkte beschränken, er wird jedoch gleichzeitig auch die spezifischen Umstände etwas näher zu beleuchten versuchen, die für das primäre Auftauchen und die weitere Ausbreitung jener neuen Gebilde sehr maßgebend waren. Diese zusätzlichen Hinweise auf den wechselseitigen Zusammenhang zwischen den einzelnen Entwicklungsphasen der Kapitalanlagegesellschaften eines Staates und dessen jeweiliger Wirtschaftslage sind nämlich vor allem aus zweierlei Gründen bedeutsam: Erstens lassen sie schon verschiedene Rückschlüsse auf die Zweckmäßigkeit einzelner, später noch eingehend zu besprechender Maßnahmen der Geschäftspolitik besagter Unternehmungen zu, und zweitens ergeben sich daraus auch gewisse Schlußfolgerungen bezüglich der mutmaßlichen Grenze der praktischen Realisierungsmöglichkeit des Investment-Gedankens in Deutschland. Und das wiederum mag dazu angetan sein, die m.E. reichlich übertriebenen Hoffnungen einiger Optimisten etwas zu dämpfen, die anscheinend glauben, in der Einführung des fondsmäßigen Beteiligungs-Sparens in der Bundesrepublik das "Ei des Kolumbus" gefunden zu haben.

Schließlich sei noch ein kurzer Hinweis auf das Gliederungsschema gestattet, welches der Abfassung nachstehender Ausführungen zugrunde gelegt wurde: In Übereinstimmung mit dem oben erwähnten Bestreben, lediglich auf die entscheidendsten Daten der Investment-Bewegung einzugehen, konnten in diesen Überblick selbstverständlich nicht alle Länder mit einbezogen werden, in denen Kapitalanlagegesellschaften gegenwärtig bestehen oder früher bestanden. Es sind vielmehr nur diejenigen Staaten berücksichtigt worden, in denen der Investment-Gedanke schon eine nennenswerte Bedeutung besitzt und darüber hinaus auch einen gewissen Einfluß auf die Entwicklung der Kapitalanlagegesellschaften in Deutschland ausgeübt hat. Außer letzterem wurden daher nur die folgenden Staaten behandelt:

1. England und Schottland als die Ursprungsländer der Investment-Bewegung,
2. Die Vereinigten Staaten als derjenige Wirtschaftsraum, in welchem die Kapitalanlagegesellschaften die bisher größte Bedeutung erlangt haben, sowie
3. Die Schweiz als das Land, dessen Investment Trusts sich die deutschen Nachkriegsgründungen zum Vorbild nahmen und das außerdem eine Kapitalmarktstruktur aufweist, die der deutschen von allen übrigen genannten Staaten am ähnlichsten ist.

Der Verlauf der Investment-Bewegung in diesen Ländern wurde jedoch nicht in allen seinen Einzelheiten geschildert, sondern nur insoweit, als er die weitere Entwicklung dieser Idee maßgebend bestimmte oder aber spezifische Merkmale aufwies, die für das betreffende Land typisch waren. Daher mußten bei den englisch-schottischen Kapitalanlagegesellschaften vor allem die frühesten Entwicklungsphasen in den Mittelpunkt der Betrachtungen gestellt werden, um die Motive der ersten Investment-Gründungen besser herausarbeiten zu können. Bei der Untersuchung der amerikanischen Trusts dagegen wurde der Zeit ihres plötzlichen Aufschwunges die größte Beachtung geschenkt, während in der Schweiz hauptsächlich die neuesten Entwicklungen der Investment-Bewegung verfolgt worden sind.¹⁾

a) Ursprung und Entwicklung der britischen Investment-Trusts

Wenn auch die Ansichten über das erste Auftauchen des Investment-Gedankens in der einschlägigen Fachliteratur etwas auseinandergehen und die geschichtlichen Einzelheiten nicht völlig übereinstimmend wiedergegeben werden, so unterliegt es doch keinem Zweifel, daß die heutigen Investment-Gesellschaften auf englische bzw. schottische Vorbilder zurückzuführen sind, welche somit zum Ausgangspunkt für diese Art von Kapitalanlage wurden und das Verdienst für sich in Anspruch nehmen können, den modernen Effektenkapitalismus um eine interessante Nuance bereichert zu haben. Selbst Autoren, wie z.B. L i e f m a n n oder B r u p p a c h e r, die England nicht als Ursprungsland

1) Wegen der Verbreitung dieser Gebilde in einigen anderen Ländern (Frankreich, Holland und Italien) vgl. das Stichwort "Investment-Gesellschaften" im "Enzyklopädischen Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen", Band 2, Seite 908 ff.

der Investment-Idee anerkennen wollen, geben doch ohne weiteres zu, daß es sich bei den von ihnen erwähnten Vorläufern dieses Gedankens in Belgien und der Schweiz nur um vorübergehende Einzelercheinungen handelte, die keinen Bestand hatten und die auch ohne Einfluß auf die wenige Jahrzehnte später einsetzende Gründung von Investment-Gesellschaften in England und Schottland geblieben sind.¹⁾

Fragt man sich nun, welche Gründe für die Entstehung der ersten Unternehmungen dieser Art in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrhunderts ausschlaggebend waren, so ist in erster Linie an die damalige Situation auf dem britischen Kapitalmarkt zu denken, sowie an die Besonderheiten des englisch-schottischen Banksystems, die die Entwicklung der Investment-Gesellschaften außerordentlich begünstigten. Bekanntlich unterscheidet sich das Bankwesen Englands von dem der kontinentalen Länder dadurch, daß es den besonders in Deutschland verbreiteten Typ der sog. "Universalbank" nicht kennt, sondern stets auf eine scharfe Trennung zwischen dem in der Regel kurzfristigen Depositengeschäft und den mehr oder weniger langfristigen und vor allem wesentlich risikoreicheren Emissionsgeschäften bedacht war.²⁾ Da die Kreditbanken demnach also keine Veranlassung hatten, das Effektenkommissionengeschäft besonders zu pflegen und sich als Berater ihrer Kundschaft beim Wertpapierkauf zu betätigen und

1) Bei den betreffenden Unternehmungen handelte es sich außerdem um Gebilde, die meines Erachtens nicht mehr unter den oben erläuterten Begriff einer Investment-Gesellschaft fallen, da ihr Tätigkeitsgebiet stellenweise weit über das einer reinen Kapitalanlagegesellschaft hinausging.

So befaßte sich beispielsweise die im Jahre 1849 gegründete "Omnium, Société civile Gênévoise d'Emploi de Fonds" satzungsgemäß in der Hauptsache mit dem Effektenhandel und wies somit ganz eindeutig einen stark spekulativ orientierten Einschlag auf, während die etwas jüngere "Association Financière de Gênéve" im wesentlichen eine reine Finanzierungsgesellschaft war.

Auch die von L i e f m a n n als angeblich erste Kapitalanlage- und Effektensubstitutionsgesellschaft besonders hervorgehobene "Société générale des Pays-Bas", die bereits im Jahre 1822 in Brüssel gegründet wurde und die nicht nur Staatskasse und Verwalterin der königlichen Domänen, sondern gleichzeitig auch Noten- und Depositenbank war und sich darüber hinaus auch noch an der Übernahme öffentlicher Anleihen und an der Gründung von Unternehmungen aller Art beteiligte, kann unmöglich als eine Vorgängerin der heutigen Investment-Gesellschaften aufgefaßt werden.

2) Siehe dazu O b s t - H i n t n e r: a.a.O., S. 107 ff.

da außerdem weder die Hypothekenbanken noch die Sparkassen in England eine ähnliche Rolle spielen wie beispielsweise in Deutschland, blieb dem britischen Kapitalanleger nur die Wahl, sein Geld entweder zu einem äußerst niedrigen Zinssatz einer Depositenbank anzuvertrauen oder aber die Hilfe eines sog. "brokers" in Anspruch zu nehmen und sich durch dessen Vermittlung an den Kapitalmarkt der Börse zu wenden. Doch auch hier war es sehr schwierig, für das bereitstehende Kapital eine einigermaßen rentable und gleichzeitig relativ sichere Anlagemöglichkeit zu finden. England litt nämlich bereits seit den zwanziger Jahren des 19. Jahrhunderts an einem beträchtlichen Kapitalüberfluß, der natürlich nicht nur zu einem immer stärker werdenden Kapitalexport führte, sondern darüber hinaus auch einen anhaltenden Druck auf das inländische Zinsniveau ausübte.¹⁾ Das hatte zur Folge, daß sich die britischen Anlegerkreise dem zwar höher verzinslichen, aber weitaus riskanteren Auslandspapieren zuwandten und ihr Geld vor allem in kontinentalen bzw. überseeischen, insbesondere nord- und südamerikanischen Staats- und Kommunalanleihen investierten oder aber die in jener Zeit stark in den Vordergrund tretenden Eisenbahnobligationen kauften. Dieser mehr oder weniger wahllose Erwerb vom möglichst hochverzinslichen Effekten führte natürlich immer wieder zu teilweise übertriebenen Kurssteigerungen mit den unvermeidlichen Rückschlägen und beträchtlichen Vermögensverlusten, die vor allem die kleineren Kapitalanleger empfindlich trafen, da ihnen weder die nötigen Erfahrungen noch die Börsenberichte gut informierter Wirtschaftszeitungen zur Verfügung standen. Demgegenüber waren die Besitzer größerer Vermögen durchaus in der Lage, ihre Gelder mit Hilfe sachkundiger Berater und einer geschickten Verteilung auf mehrere Objekte nach den Prinzipien einer sicheren Kapitalanlage zu investieren, so daß sie vom Verlusten kaum betroffen wurden.

Das war der Boden, auf dem die Investment-Idee reifte und zur Bildung von Organisationen führte, in denen sich kleinere Kapitalanleger zusammenschlossen, um auf dem Wege eines gemeinsamen Vorgehens jene Risikostreuung zu erzielen, die sie bei einer

1) Nähere Einzelheiten hierüber, insbesondere eine sehr anschauliche Wiedergabe der Kursentwicklung und Verzinsung der englischen Staatsrenten bei K i l g u s: a.a.O., S. 22

gesonderten Anlage ihrer Gelder niemals hätten erreichen können. Der Gedanke der gemeinschaftlichen Kapitaldisposition, von S e i s c h a b ¹⁾ als "Idee der Kooperation der Investoren" bezeichnet, stammt also nicht aus den im Börsengeschäft erfahrenen Kreisen der Londoner Hochfinanz, sondern entwickelte sich im kleinbürgerlichen Milieu britischer, höchstwahrscheinlich schottischer Gewerbetreibender. Schiffseigentümer, Müllereibesitzer, kleinere Fabrikanten und Hochseefischer waren die ersten, die den Vorteil derartiger Zweckvereinigungen erkannten, die neuartige Idee in die Tat umsetzten und sich dadurch das Verdienst erwarben, eine völlig neue Methode der Kapitalanlage eingeführt zu haben.²⁾

Die Rechtsform, derer sie sich dabei bedienten, war diejenige des sog. "common law trust", weswegen auch die von ihnen gebildeten Gemeinschaften bald unter dem Namen "Investment Trusts" bekannt wurden. Bei dieser, auf das deutsche Treuhandwesen zurückgehenden Institution, die in England schon frühzeitig eine außergewöhnlich große Bedeutung erlangt hatte, beauftragte man eine vertrauenswürdige Person, den sog. "trustee", mit der Verwaltung einer bestimmten Vermögensmasse, eben dem "trust", wobei gewisse vertraglich festgelegte Bestimmungen ("trust deed") eingehalten werden mußten.³⁾ Diese Art der Vermögensverwaltung, die ursprünglich lediglich für Hinterlassenschaften, Stiftungen, Mündelgeld u.ä. gedacht war, benutzte man nun auch zur Bildung eines Gemeinschaftsvermögens mehrerer kleiner Kapitalanleger, die sich auf diese Weise die Vorteile der Großkapitalisten zu verschaffen gedachten.⁴⁾ Man bestellte eine im Effek-

1) a.a.O., S. 27.

2) Dagegen vertritt B a r o c k a: a.a.O., S. 17 als einziger aller zitierten Autoren die Ansicht, der Investment-Gedanke in England habe sich unter dem Einfluß der 1852 in Paris gegründeten "Société Générale de Crédit mobilier" entwickelt. Dieses Institut wird jedoch gewöhnlich als die erste Universalbank betrachtet und nicht zu den Investment-Gesellschaften gerechnet.

3) Siehe auch H i n t n e r: a.a.O., S. 7 f., sowie bezüglich juristischer Einzelheiten K n o b l i c h: a.a.O., S. 14.

4) Als Beispiel hierfür sei der schon im Jahre 1868 gegründete Foreign and Colonial Government Trust angeführt, der seinen Betriebszweck nach L i e f m a n n: a.a.O., S. 169 folgendermaßen umschrieb: "..... to give the investor of moderate means the same advantages as the large capitalists in diminishing the risk of investing in foreign and colonial Government stocks"

tenwesen erfahrene Persönlichkeit zum Treuhänder des gemeinsam aufgebracht~~m~~ Vermögens, ließ ihn damit bestimmte Wertpapiere erwerben und diese nach den getroffenen Vereinbarungen verwalten.¹⁾ Die Mitglieder des Trusts erhielten im Verhältnis ihrer Kapitalbeteiligungen Zertifikate, auf die halbjährlich ein bestimmter Zinssatz aus dem Ertrag der Anlage ausgeschüttet wurde, während der eventuell verbleibende Überschuß und die aus der Rückzahlung von Anleihen stammenden Beträge zur Auslosung von Trustzertifikaten zu verwenden waren.

In den Satzungen dieser ersten Zusammenschlüsse, die nach dem Willen ihrer Gründer meist nur für eine bestimmte Zeit gedacht waren und nach Ablauf von 20 - 30 Jahren wieder aufgelöst werden sollten, fanden sich gewöhnlich auch schon Vorschriften bezüglich der Auswahl der anzuschaffenden Effekten, die in der Regel bei einer Bank hinterlegt werden mußten, wo sie in Stahlkammern oder offenen Depots aufbewahrt wurden. Im allgemeinen beschränkte man sich dabei zunächst auf die Anschaffung von ausländischen Staatsanleihen, da diese - wie bereits erwähnt - einen wesentlich höheren Ertrag abwarfen als die britischen Wertpapiere und die ersten Investment Trusts ja eigens zum Zweck einer möglichst risikolosen Ausnutzung des zwischenstaatlichen Zinsgefälles ins Leben gerufen worden waren.²⁾ Erst allmählich wurden dann außer Staats- und Kommunalanleihen auch staatlich garantierte Eisenbahnobligationen ins Effektenportfolio aufgenommen, später sogar gewöhnliche Obligationen und schließlich auch Stamm- und Vorzugsaktien.

Wann nun die ersten dieser Investment Trusts öffentlich in Erscheinung traten, läßt sich nicht genau ermitteln.³⁾ Fest steht

- 1) Die erste ausführliche Beschreibung der Organisationsform und Betriebstechnik dieser Wirtschaftsgebilde findet sich bei J ö r g e n s : a.a.O., S. 14 ff.
- 2) So hatte beispielsweise, wie aus einer von K i l g u s : a.a.O., S. 24 wiedergegebenen Aufstellung ersichtlich ist, der bereits oben erwähnte Foreign and Colonial Government Trust sein Vermögen ausschließlich in 18 verschiedenen ausländischen Staatsanleihen angelegt.
- 3) Nach L i e f m a n n : a.a.O., S. 168 findet sich bereits im Jahre 1860 im Londoner Kurszettel eine Scottish-American Investment Company, wohingegen F r a n z : a.a.O., S. 71 zwei im Jahre 1863 gegründete Gesellschaften, nämlich die International Financial Society und die London Financial Association als die ersten englischen Investment Trusts bezeichnet.

lediglich, daß sie sich bald einer steigenden Beliebtheit erfreuten, die laufend zu Neugründungen von Kapitalanlagegesellschaften führte. Diese Entwicklung gemäß jedoch nicht die ungeteilte Sympathie gewisser Maklerkreise, die eine Blockierung der Wertpapiere durch die Investment Trusts befürchteten, was ihrer Meinung nach eine beträchtliche Umsatzverringerung an der Effektenbörse und damit auch einen spürbaren Rückgang ihrer Provisionen zur Folge haben mußte. Auf ihr Betreiben hin kam es schließlich sogar zu wiederholten Anfechtungen der Legalität dieser Vereinigungen, so daß sich auch der höchste englische Gerichtshof mit ihnen zu befassen hatte. Es ging dabei um die Frage, ob die Rechtsform des "common law trust" für die Investment-Gesellschaften überhaupt zulässig sei.¹⁾ Wegen dieser Rechtsunsicherheit zogen es die meisten Trusts vor, sich freiwillig in eine sog. "limited company" umzuwandeln, die etwa einer deutschen Aktiengesellschaft ("public limited company") bzw. GmbH ("private limited company") entspricht.

Auch nachdem die Frage der Zulässigkeit der Trustform für die Investment-Gesellschaften in positivem Sinn entschieden worden war, entschlossen sich fast alle Trusts, die einmal gewählte Form der "limited company" auch weiterhin beizubehalten.²⁾ Das gab ihnen nicht nur die Möglichkeit, die Befugnisse der Treuhänder wesentlich einzuschränken, sondern hatte auch den Vorteil, daß sie die bisher mit einheitlichen Rechten ausgestatteten Zertifikate der englischen Übung entsprechend in Stamm- und Vorzugsaktien aufteilen konnten und darüber hinaus auch die Berechtigung erwarben, Obligationen ausgeben zu dürfen.³⁾

-
- 1) Näheres über die dabei vorgebrachten juristischen Bedenken bei K m o b l i c h: a.a.O., S. 25 ff.
 - 2) Der von L i n h a r d t: a.a.O., S. 48 zum Ausdruck gebrachten Meinung, daß man erst von diesem Zeitpunkt ab vom Investment Trusts im eigentlichen Sinne sprechen könne, da nur die durch die Form der "limited company" ermöglichte Art der Kapitalbeschaffung und Haftungsbeschränkung für eine Kapitalanlagegesellschaft wesentlich sei und alle anderen Vereinigungen zur gemeinsamen Kapitalanlage lediglich in die Vorgeschichte der Investment Trusts gehören, kann jedoch nicht zugestimmt werden, denn obwohl zweifellos die Wahl einer geeigneten Rechtsform für das Erreichen eines wirtschaftlichen Zweckes von ausschlaggebender Bedeutung sein kann, scheint es mir doch nicht angebracht zu sein, einen juristischen Tatbestand zum alleinigen Kriterium einer wirtschaftlichen Sachlage zu machen.
 - 3) Auf die betriebswirtschaftliche Problematik dieser Finanzierungspraxis wird später noch näher eingegangen werden.

Andererseits behielten sie aber die Bezeichnung "Investment Trust" in ihren Firmennamen gewöhnlich bei, da sich diese bereits weitgehend eingebürgert hatte und in der Öffentlichkeit großes Ansehen genoß.

Der weitere Verlauf der Investment-Bewegung in England soll hier nicht näher untersucht werden. Es sei nur darauf hingewiesen, daß sich auch bei ihr, entsprechend der jeweiligen Wirtschaftslage, Perioden eines raschen Aufschwungs mit Zeiten stagnierender oder rückläufiger Tendenz abwechselten. Zu ersten gehören vor allem die Jahre vom 1886 - 1890, in denen bedeutende Investitionen in den britischen Kolonien und in Südamerika vorgenommen wurden, und die Zeit von 1924 - 1929, während der sich die Anzahl der Trusts - teilweise unter dem Einfluß der ersten großen Investment-Aera in den USA - nahezu verdoppelte und der Wert ihrer Anlage infolge von umfangreichen Neuinvestitionen und erheblichen Kurssteigerungen um ein vielfaches zunahm.¹⁾ Als Niedergangsperioden dagegen sind in erster Linie die im Jahre 1890 einsetzende sog. "Baring-Krise" und die verheerenden Depressionsjahre von 1929 - 1932 zu nennen, in denen die Kapitalanlagegesellschaften teilweise über 50 % des Buchwertes ihrer Wertpapiere abschreiben mußten.

Im großen und ganzen gesehen ist jedoch die nun schon fast hundertjährige Geschichte der britischen Investment Trusts durch ein ziemlich kontinuierliches Wachstum gekennzeichnet, welches darauf schließen läßt, daß die Kapitalanlagegesellschaften Englands, deren gegenwärtige Anzahl auf ungefähr 200 geschätzt wird und die zur Zeit ein Vermögen von etwa 400 Millionen Pfund Sterling verwalten, auch in Zukunft eine bedeutende Rolle spielen werden.²⁾

b) Die Investment-Erfahrungen der USA

In den Vereinigten Staaten konnten sich die Kapitalanlagegesellschaften zwar schon innerhalb eines relativ kurzen Zeitraumes eine bedeutende Stellung im amerikanischen Kapitalmarkt

1) Ausführliches Zahlenmaterial hierzu bei L i n h a r d t:
a.a.O., S. 52 ff.

2) Zahlenangaben entnommen aus "Der Bankkaufmann", Nr. 9/1955,
S. 417

erkämpfen, doch verlief diese Entwicklung wesentlich unausgeglichener als in England. Auf eine Periode des stürmischen Aufschwungs, die jedoch nach wenigen Jahren in der ausbrechenden Weltwirtschaftskrise ein schnelles Ende fand, folgte eine Zeit wesentlich langsameren Wachstums, während der sich die Investment-Gesellschaften nur ganz allmählich von der in der Depression erlittenen Vertrauensseinbuße erholen konnten. Erst zu Beginn des zweiten Weltkrieges bekamen sie wieder einen etwas stärkeren Auftrieb, der sich nicht nur in zahlreichen Neugründungen, sondern vor allem auch in einer wesentlichen Vergrößerung der von ihnen verwalteten Effektenbestände äußerte und zu einer neuen Blüte des Investment-Gedankens führte.

Die Geschichte der amerikanischen Kapitalanlagegesellschaften läßt sich also ziemlich mühelos in drei verschiedene Entwicklungsstufen einteilen, die sich deutlich voneinander unterscheiden. Zwar waren in den USA bereits vor dem Einsetzen der ersten Phase einige wenige Investment-Gesellschaften anzutreffen, doch blieben diese vereinzelt Gründungen ohne nennenswerte Bedeutung, so daß man sie hier ruhig vernachlässigen kann.¹⁾

Der eigentliche Beginn der amerikanischen Investment-Bewegung fällt demnach etwa in das Jahr 1923, denn erst von diesem Zeitpunkt ab erlangten die Kapitalanlagegesellschaften einen volkswirtschaftlich spürbaren Einfluß, der sich nun ziemlich rasch von Jahr zu Jahr steigerte. Die Ursachen dieses verhältnismäßig späten, aber dann um so stärker einsetzenden Aufschwunges liegen vor allem in den durch den ersten Weltkrieg hervorgerufenen Strukturwandlungen des amerikanischen Kapitalmarktes. Bis dahin war die erfolgreiche Einbürgerung des Investment-Gedankens hauptsächlich aus zwei Gründen gescheitert: Erstens

1) Zu den ältesten bekanntgewordenen Organisationen dieser Art gehörte der von B r u p p a c h e r: a.a.O., S. 171 erwähnte New York Stock Trust, der 1889 von einer Bankfirma ins Leben gerufen wurde und in seinem Emissionsprospekt als Gründungszweck ausdrücklich die durch Anlage in einem differenzierten Effektenportefeuille zu erzielende Risikoverteilung angab, sowie der von K i l g u s: a.a.O., S. 60 ausführlich behandelte, aus dem Jahre 1893 stammende Boston Personal Property Trust. Dagegen dürfte die von H ü g i: a.a.O., S. 20 als Investment Trust-Vorläuferin bezeichnete und bereits 1818 in Boston gegründete Massachusetts Hospital Life Insurance Company wahrscheinlich noch nicht zu den ersten Kapitalanlagegesellschaften zu rechnen sein.

hatte es dem Kapital während der beginnenden industriellen Entwicklung der Vereinigten Staaten nie an günstigen Investitionsmöglichkeiten gemangelt, so daß sich eine durch Investment-Gesellschaften vermittelte Anlage im Ausland weitgehend erübrigte, und zweitens konzentrierte sich damals der überwiegende Teil des amerikanischen Volksvermögens in den Händen weniger Großkapitalisten, die auch ohne die Zwischenschaltung einer Investment-Gesellschaft eine angemessene Risikoverteilung herbeiführen konnten. So erklärt es sich, daß die Kapitalanlagegesellschaften in den USA vor dem ersten Weltkrieg nur eine sehr untergeordnete Rolle spielten und auch die wenigen englischen Investment Trusts, die Teile ihrer Emissionen auf dem amerikanischen Kapitalmarkt unterzubringen versuchten, ohne nachhaltigen Erfolg blieben.

Erst das wachsende Anlagebedürfnis einer breiten Schicht von kleineren und mittleren Vermögensbesitzern, die durch den Krieg und die darauffolgende Periode der Hochkonjunktur zu teilweise ganz beträchtlichem Wohlstand gekommen waren, verhalf dem Investment-Gedanken schließlich zum Durchbruch. Diese neuen Kreise, die bereits während der Kriegsjahre durch die Ausgabe der sog. "liberty loans" mit dem Effektenwesen bekanntgeworden war, beschränkten sich nun nicht mehr auf das Kontensparen und den Kauf von Staatsanleihen, sondern zeigten in zunehmendem Maße ein steigendes Interesse für die wesentlich ertragreicheren Aktien und Industrieobligationen, wobei sie hauptsächlich von dem Wunsch geleitet wurden, an der wirtschaftlichen Expansion und den sich dabei ergebenden Gewinnchancen nach Möglichkeit teilzuhaben. Zusammen mit der bekannten Vitalität des Amerikaners und seinem beinahe unerschütterlichen Glauben in die Zukunft seines Landes schuf jenes gesunde, von soziologischen Ressentiments gänzlich unbelastete Streben nach dem Mitverdienen am wirtschaftlichen Aufschwung die Voraussetzungen für den beispiellosen Erfolg des Investment-Gedankens in den USA.¹⁾

1) Wenn darüber hinaus einige Autoren, wie z.B. K i l g u s : a.a.O., S. 51 auch noch die durch den ersten Weltkrieg bedingte Umwandlung der USA von einem Schuldnerstaat in ein Gläubigerland als Ursache hierfür ansehen, so kann dieser Auffassung hier nicht zugestimmt werden, da die amerikanischen Investment-Gesellschaften hauptsächlich inländische Wertpapiere erwarben und daher keinen nennenswerten Einfluß auf den Kapitalexport der USA ausüben konnten.

Bis zum Jahre 1926 nahm die Entwicklung der Kapitalanlagegesellschaften noch einen verhältnismäßig ruhigen Verlauf. Doch dann schnellte die Zahl der Neugründungen sprunghaft empor und auch das von ihnen verwaltete Vermögen vergrößerte sich zusehends.¹⁾ Wesentlich begünstigt wurde dieses Wachstum durch die im Jahre 1925 einsetzende Hausse an den Aktienmärkten, die nicht nur die Aufmerksamkeit der seriösen Anlegerkreise auf sich lenkte, sondern in steigendem Maße auch mehr oder minder zweifelhafte Elemente anzog und eine riesige Spekulationswelle auslöste, an der sich jedermann nach Kräften zu beteiligen suchte. Da es nun den rührigen Investment-Gesellschaften mit Hilfe eines gewaltigen Reklameaufwandes gelang, dem im Wertpapierwesen relativ unerfahrenen Durchschnittsamerikaner die Vorteile dieser Art von Kapitalanlage plausibel zu machen, fanden ihre Emissionen auf den Effektenmärkten einen reißenden Absatz.²⁾ Der immer hektischer werdende Drang des Publikums, sich mit Hilfe dieser Gebilde an den bedeutenden Kurssteigerungen zu beteiligen, führte natürlich zu einer Flut von Neugründungen, von denen aber eine ganze Reihe mit einer seriösen Kapitalanlagegesellschaft nur noch den Namen gemein hatte. Viele von ihnen waren reine Spekulationspools, die lediglich zum Zweck der Erzielung und Realisierung von Kursgewinnen ins Leben gerufen wurden.³⁾ Andere dagegen dienten den hinter ihnen stehenden Emissionshäusern und Bankfirmen als willkommene Übernahmegesellschaften, denen man einfach die infolge des Aktienbooms nicht mehr absetzbaren Obligationen übertrug. Ferner mußten sie ihren Gründern häufig

- 1) Während es nach H ü g l: a.a.O., S. 23 im Jahre 1925 in den USA erst 20 - 30 Investment-Gesellschaften gab, die ein Vermögen von etwa 150 Millionen Dollar auswiesen, bestanden 1929 ungefähr 500 derartiger Trusts mit einem Gesamtkapital von etwa 4 Milliarden Dollar. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, daß infolge der häufig zu weit gefaßten amerikanischen Terminologie in diesen Zahlen nicht nur die reinen Kapitalanlagegesellschaften enthalten sind, sondern teilweise auch Finanzierungs-, Übernahme- und Effektenhandelsgesellschaften.
- 2) Nach Berechnungen der "Frankfurter Zeitung", Nr. 805 vom 28. Okt. 1929, zitiert bei B r u p p a c h e r: a.a.O., S. 184, stammten 1928 bereits 12 % der in den USA emittierten Effekten von Investment-Gesellschaften. Dieser Anteil stieg dann in der ersten Hälfte des Jahres 1929 auf 42 %, im Juli 1929 auf 60 % und im August sogar auf 87 %.
- 3) So verteilte z.B. nach H ü g l: a.a.O., S. 36 die Goldman Sachs Trading Corporation 10 Wochen nach ihrer Ende 1928 erfolgten Gründung bereits eine sog. "stock-dividend" von 100 %.

auch Dividendenpapiere abnehmen, deren stark heraufgetriebene Preise bereits in keinem Verhältnis mehr zu dem inneren Wert der betreffenden Anlagen standen. Wie erwartet fiel das vom Börsenfieber ergriffene Publikum auf diese schwindelhaften Manipulationen prompt herein, und kaufte willig - teilweise sogar gegen Kredit - sämtliche erreichbaren Aktien dieser sog. "Investment Companies" auf, in der Hoffnung, sie später zu einem noch höheren Kurs wieder abstoßen zu können.

Am 26. Oktober 1929 jedoch wurde dieser allgemeine Spekulationstaukel durch den berüchtigten New Yorker Börsenkrach ganz plötzlich unterbrochen, der dem Glauben an eine unwandelbare Prosperität der Vereinigten Staaten einen heftigen Stoß versetzte. Nachdem es bereits im Vormonat zu teilweise beträchtlichen Kurseinbrüchen gekommen war, weil vorausschauende Kreise ihren Effektenbesitz zu liquidieren begannen, gaben die Aktienkurse nun schlagartig nach und fielen unter heftigen Schwankungen auf ein unglaublich niedriges Niveau zurück, das schließlich im Juli 1932 einen absoluten Tiefstand erreichte.¹⁾ Dieser plötzliche Umschwung machte sich bei den amerikanischen Investment-Gesellschaften zunächst durch ein fast gänzliches Aufhören der Emissionstätigkeit bemerkbar und führte im weiteren Verlauf der Depression zu enormen Wertminderungen ihrer Effektenportefeuilles. Besonders bei den Gesellschaften, die erst kurz vor Ausbruch der Krise gegründet worden waren und ihre Wertpapiere zu den damaligen Höchstkursen erworben hatten, nahm der Substanzverlust katastrophale Ausmaße an. Das mußte sich natürlich auch auf die Bewertung ihrer eigenen Aktien auswirken, deren Kurse nun ebenfalls rapid zu fallen begannen. Infolge der allgemeinen Panikstimmung gingen sie in der Regel sogar überproportional zurück und sanken teilweise weit unter den jeweiligen Liquidationswert.²⁾

Für die weitere Entwicklung des Investment-Gedankens bedeutete die durch den Börsenkrach ausgelöste Wirtschaftskrise einen

1) Nach einem Bericht der "Neuen Zürcher Zeitung" Nr. 125 vom 22. Januar 1933, zitiert bei Bruppacher: a.a.O., S. 188, war der Kurszerfall am schlimmsten bei den Eisenbahnaktien, die Anfang Juli 1932 im Durchschnitt kaum noch 7 % ihrer im Jahre 1929 erreichten Höchstkurse notierten.

2) Vgl. hierzu die Tabelle bei Bruppacher: a.a.O., S. 189

schweren Rückschlag, denn das Publikum hatte sein Vertrauen in diese Form der Kapitalanlage weitgehend verloren. Erst in der sog. "Consolidation Period", die etwa von 1932 bis 1935 dauerte, kam es wieder zu einer geringfügigen Belebung des Investment-Geschäftes. Doch auch nachdem die Anlegerkreise den Schock des "Schwarzen Freitags" überwunden hatten, bevorzugten sie als Reaktion auf die in der Baisse erlittenen Verluste einen anderen Typ der Kapitalanlagegesellschaft, den sog. "Fixed Investment Trust". Während bei den bisher üblichen "Management Investment Companies" die Wertpapiere entweder nach den entsprechenden Vertragsbestimmungen oder aber nach dem freien Ermessen der Geschäftsleitung angeschafft und veräußert werden konnten, war bei den "Fixed Investment Trusts" ein Austauschen der einmal für die Kapitalanlage ausgewählten Effekten im allgemeinen nicht vorgesehen. Da nämlich während der oben beschriebenen Hausse-Periode viele der damaligen Investment-Gesellschaften dazu übergegangen waren, die in ihren Statuten festgelegten Anlagevorschriften zu lockern oder ganz aufzuheben, um mit Hilfe eines möglichst uneingeschränkten "management" größere Spekulationsgewinne erzielen zu können, wollte man nun durch die weitgehende Festlegung des Portefeuilles eine Wiederholung jener unerfreulichen Vorgänge verhindern und die im sog. "human factor" liegenden Gefahren nach Möglichkeit ausschalten.¹⁾

Die verhältnismäßig rasche Verbreitung dieser "Fixed Trusts", deren Aufkommen sich also aus der berechtigten Abneigung des Publikums gegen die seinerzeitigen Praktiken der "Management Trusts" erklärt, trug wesentlich dazu bei, daß der Investment-Gedanke inden USA nicht völlig unterging, sondern auch weiterhin eine zwar bescheidene, aber immerhin recht nützliche Rolle am Kapitalmarkt spielen konnte. Das wurde außerdem noch durch den Umstand begünstigt, daß sich nun auch die Legislative mit dieser Erscheinung zu beschäftigen begann und eine Reihe von Gesetzen erließ, die insbesondere dem Schutz der Kapitalanleger dienen sollte.²⁾ Das weitaus wichtigste hiervon ist der sog. "Investment Companies Act of 1940", der den Begriff der Invest-

- 1) Die sich hieraus ergebenden Probleme für die Marktforschung im Beschaffungsmarkt werden später noch eingehend erörtert werden.
- 2) Eine kurze Zusammenstellung aller gesetzlichen Bestimmungen bringt R i n s o z: a.a.O., S. 25 ff.

ment-Gesellschaften umschrieb, zwingende Vorschriften über ihre Registrierungsflucht aufstellte und für Neugründungen ein bestimmtes Mindestkapital vorsch. Ferner enthielt er noch Bestimmungen über die Auswahl der Vermögensanlagen, die Zusammensetzung des Direktoriums, des sog. "Boards of Directors", und die Auszahlung von Dividenden.¹⁾

Trotz dieser Bemühungen verlief aber die weitere Entwicklung der Investment-Gesellschaften bis etwa 1942 in ziemlich ruhigen Bahnen. Erst dann machte sich ein neuer Aufschwung bemerkbar, der sich bis in die Gegenwart hinein fortsetzte. So haben z.B. allein im Jahre 1954 etwa 200.000 neu hinzugekommene Sparrer rund 500 Millionen Dollar in Zertifikaten von Investment-Gesellschaften angelegt, die damit am Jahresende 1954 ungefähr 6 Milliarden Dollar von 1,7 Millionen Anlegern verwalteten.²⁾ Maßgebend hierfür dürfte wohl in erster Linie die Tatsache gewesen sein, daß dieses rasche Wachstum in eine Zeit ununterbrochener Hochkonjunktur fiel, die - abgesehen von der kurzen Baisse-Periode in 1946 - ständig für ein günstiges Börsenklima sorgte und den Investment-Gesellschaften verhältnismäßig gute Geschäftsergebnisse brachte.³⁾ Diese bildeten natürlich für das Publikum einen ebenso starken Anreiz zum Kauf der Investment-Zertifikate wie die sich bietenden Chancen einer eventuellen Wertsteigerung der Papiere und haben nicht unwesentlich dazu beigetragen, daß die Kapitalanlagegesellschaften wieder zu Ansehen und Bedeutung gekommen sind. Nach neueren Schätzungen verwalten sie nämlich heute ein Vermögen von ungefähr 9,4 Milliarden Dollar und haben damit die infolge der Vertrauenskrise von 1929 erlittenen Rückschläge glänzend aufgeholt.⁴⁾

1) Weitere Einzelheiten hierüber bei T r u m p l e r: a.a.O., S. 32 ff.

2) Aus Berichten des "Bankkaufmann", Nr. 8/1955, S. 339 f. bzw. Nr. 11/1956, S. 487 f.

3) Nach F o s s e n s t i e l: "Neue Blüte der amerikanischen Investment Trusts", in der "Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", Jg. 1950, H. 10, S. 14 ff. verteilten die Kapitalanlagegesellschaften z.B. für 1948 eine Dividende von durchschnittlich 5,3 - 5,7 %. Dagegen verzinste sich die Spareinlagen nur mit etwa 2 %, während langfristige Staatsanleihen knapp 2,5 % und Industrieobligationen zwischen 2,8 bis 3 % abwarfen.

4) Zahlenangaben entnommen aus "Die Tote Hand in der amerikanischen Wirtschaft" in "Der Volkswirt", Nr. 20/1955, S. 17 f.

c) Kapitalanlagegesellschaften in der Schweiz

Die Schweizerische Eidgenossenschaft bildet von Natur aus ein äußerst günstiges Feld für die Tätigkeit von Investment-Gesellschaften. Der ruhige Verlauf ihrer historischen Entwicklung, die im letzten Jahrhundert weder von politischen Wirren noch von wirtschaftlichen Krisen ernsthaft gestört wurde, war die beste Voraussetzung für ein konstantes Wachstum des Volksvermögens und führte zur Bildung großer Kapitalbeträge in privater Hand, die eine rentable Anlagemöglichkeit suchten. Da sich ihnen diese im Inland bald nicht mehr in ausreichendem Maße bot, kam es schon frühzeitig zu einem beträchtlichen Kapitalexport, durch welchen die verfügbaren Gelder in solche Länder gelenkt wurden, die weniger kapitalgesättigt waren und dementsprechend eine höhere Verzinsung boten, wofür aber natürlich in den meisten Fällen eine erheblich geringere Sicherheit in Kauf genommen werden mußte.

Obwohl also in der Schweiz im wesentlichen die gleichen Vorbedingungen für eine gedeihliche Entfaltung von Kapitalanlagegesellschaften gegeben waren wie in England, kam es hier vorerst zu keinen Gründungen von Investment Trusts nach der Art britischer Vorbilder. Zwar schossen bald zahlreiche Finanzierungsinstitute aller Schattierungen aus dem Boden, die teilweise sogar verschieden Investment-Prinzipien zur Anwendung brachten, doch kann man sie kaum als Kapitalanlagegesellschaften des hier zur Debatte stehenden Typs ansprechen. Der hauptsächlichste Unterschied zwischen den englischen Unternehmungen und diesen schweizerischen Gesellschaften liegt wohl darin, daß letztere zwar aus ähnlichen Motiven gegründet wurden wie die erstgenannten, daß sie aber aus einem ganz anderen Milieu stammten als die britischen Trusts. Während nämlich diese eine Art Selbsthilfeorganisation kleinerer, im Effektenwesen unerfahrener Vermögensbesitzer darstellten, gehen die in der Schweiz vorgenommenen Gründungen auf die Initiative der einheimischen Großbanken zurück, die im Hinblick auf die Anlageberatung ihrer Kundschaft eine ähnliche Stellung einnehmen wie die deutschen Kreditinstitute. Eine Bank aber möchte verständlicherweise häufig gerade solche Wertpapiere aus ihrem Portefeuille abstoßen, die den an eine sichere Kapitalanlage zu stellenden Anforderungen nicht immer voll entsprechen, während sie andererseits öfters in der

Lage ist, einem ihr nahestehenden Unternehmen aus der Finanzierungsbranche Effektenpakete zu vermitteln, die zwar zu sehr günstigen Bedingungen erworben werden können und eine durchaus brauchbare Anlagemöglichkeit darstellen, die aber infolge ihrer Größe nicht mehr in den Rahmen des reinen Investment-Geschäftes hineingehören. Diese Tatsachen machen es verständlich, daß die gegen Ende des vergangenen Jahrhunderts gegründeten und mit den schweizer Banken zusammenarbeitenden Kapitalanlagegesellschaften gewöhnlich sehr bedeutende finanzierungspolitische Interessen verfolgten und daher viel eher zu den Finanz- bzw. Übernahmegesellschaften zu rechnen sind als zu den Investment Trusts englischer Prägung.¹⁾

Nichtsdestoweniger leisteten sie aber dem anlageseuchenden Publikum in der Regel recht gute Dienste und erzielten auch trotz ihrer etwas einseitigen Orientierung und der reichlich spekulativen Einstellung manchmal ganz beachtenswerte Erfolge.²⁾ Andererseits kam es jedoch auch zu vereinzelt Schwindelgründungen mit den bald darauffolgenden Zusammenbrüchen, die den geschädigten Kreisen und der aufmerksam gewordenen Öffentlichkeit deutlich genug bewiesen, wie leicht sich das System der Effek- tensubstitution auf Kosten gutgläubiger Kapitalgeber zu betrügerischen Manipulationen mißbrauchen läßt.³⁾

Allen diesen bis zum Jahre 1914 entstandenen Unternehmungen war der Umstand gemeinsam, daß sie - entsprechend dem in der Schweiz vorherrschenden Drang zum Kapitalexport - den größten Teil ihres Vermögens in ausländischen Effekten anlegten. Da hierbei außer

1) Vgl. hierzu B r u p p a c h e r: a.a.O., S. 248

2) Ein typisches Beispiel dafür ist die von B r u p p a c h e r: a.a.O., S. 256 ff. ausführlich beschriebene und auch von L i e f m a n n: a.a.O., S. 209 kurz erwähnte Société financière Suisse-Américaine. Diese Gesellschaft, ein ausgesprochener Trading-Pool, wurde im Jahre 1896 von mehreren Genfer Bankhäusern in Verbindung mit einer New Yorker Firma lediglich zu dem Zweck gegründet, um die günstige Gelegenheit zu Spekulationen in nordamerikanischen Werten gemeinsam ausnutzen zu können. Nachdem sie 1897 12 % und 1898 20 % Dividende verteilt hatte, trat sie bereits 1899 nach vollständiger Rückzahlung der von ihr emittierten Obligationen wieder in Liquidation, wobei sie an ihre Aktionäre nochmals eine Dividende von 100 % zur Ausschüttung brachte.

3) Ein anschauliches Beispiel hierfür bei L i e f m a n n: a.a.O., S. 212

einigen nordamerikanischen Werten hauptsächlich deutsche, österreichische und italienische Aktien, sowie russische, serbische und türkische Staatspapiere bevorzugt wurden, erlitten die betreffenden Gesellschaften infolge der durch den Weltkrieg hervorgerufenen politischen und wirtschaftlichen Umwälzungen, deren Einflüsse sich in den genannten Staaten besonders stark auswirkten, durchwegs recht empfindliche Verluste. Die Werteinbußen an ihren Effektenbeständen erreichten teilweise sogar ein solches Ausmaß, daß man zwecks Ausgleich der Bilanz zu einschneidenden Sanierungsmaßnahmen greifen mußte.¹⁾

Diese trüben Erfahrungen mit den Auslandsanlagen trugen natürlich nicht dazu bei, den Investment-Gedanken in der Schweiz zu fördern. In den ersten Nachkriegsjahren (1920 - 1925) kam es zwar erneut zur Gründung von zahlreichen Unternehmungen, die unter die Kategorie der Effektensubstitutionsgesellschaften einzuordnen sind, doch handelte es sich hierbei nicht um Investment Trusts, sondern um ausgesprochene Holding Companies, deren hauptsächlichste Aufgabe in der Verwaltung einzelner Großvermögen bestand, die sich in ausländischem Besitz befanden und mit Hilfe einer schweizer Dachgesellschaft zusammengefaßt werden sollten. Jene Gebilde waren in der Regel nur mit einem verhältnismäßig geringen Kapital ausgestattet und wurden meist in einem steuerlich günstigen Kanton errichtet, da sie außer der Vermögensverwaltung auch noch einer legalen Umgehung der hohen ausländischen Steuerlasten dienten.²⁾

Kapitalanlagegesellschaften im eigentlichen Sinn fanden jedoch in diesen Jahren keine Verbreitung, obwohl sich in der Schweiz bald wieder eine beträchtliche Kapitalfülle bemerkbar machte. Das wirtschaftliche Hauptprojekt der damaligen Zeit, die Elektrifizierung der schweizerischen Eisenbahnen, erschöpfte nämlich die verfügbaren Geldquellen bei weitem nicht und da sich außerdem der Kapitalexport wegen der unsicheren Verhältnisse in den Nachbarländern nur sehr zögernd vollzog, verursachte die wachsende Flüssigkeit des Kapitalmarktes ein erhebliches Absinken des inländischen Zinssatzes. Erst die im Jahre 1925

1) Weitere Einzelheiten hierüber bei B r u p p a c h e r:
a.a.O., S. 251 ff.

2) Näheres hierüber bei K i l g u s: a.a.O., S. 131 und
L i e f m a n n: a.a.O., S. 213 ff.

einsetzende Haussebewegung an den Wertpapierbörsen der Vereinigten Staaten reizte das schweizer Publikum zu einer stärkeren Investition in ausländischen Effekten, wobei verständlicherweise die nordamerikanischen Papiere im Mittelpunkt des allgemeinen Interesses standen. Doch auch diesmal brachte die einseitige Bevorzugung von Wertschriften eines bestimmten Wirtschaftsraumes den Anlegerkreisen letzten Endes wiederum beträchtliche Vermögenseinbußen, da die auf den New Yorker Börsenkrach vom Herbst 1929 folgenden Kursstürze kaum geringer waren, als die während des ersten Weltkrieges erlittenen Verluste.

Diese zweimalige Enttäuschung innerhalb von knapp 15 Jahren war wohl die tiefste Ursache dafür, daß im August 1930, also mitten in der Krise, in Basel eine Organisation ins Leben gerufen wurde, die wahrscheinlich zum erstenmal in der langen und wechselvollen Geschichte der schweizer Finanzinstitutionen den Investment-Gedanken in reiner Form verwirklichte und die damit zweifellos zum Ausgangspunkt für die neuere Entwicklung der Kapitalanlagegesellschaften in der Schweiz geworden ist. Bei besagtem Unternehmen handelte es sich um die Société Internationale de Placements, genannt SIP, an deren Gründung seinerzeit sechs kleinere Privatbanken aus Basel, Paris, Amsterdam, Berlin, London und Kopenhagen beteiligt waren.¹⁾ Heute steht die Gesellschaft der Schweizerischen Kreditanstalt und dem Schweizerischen Bankverein nahe und bildet eines der beiden großen Investment-Zentren der Schweiz. Ihr Zweck ist die Ausgabe von Zertifikaten, die ein proportionales Miteigentum an den von ihr verwalteten Wertpapier- bzw. Immobilien-Fonds repräsentieren. Die erste der von der SIP aufgelegten Serien nannte sich "Internationale Anlagewerte" und war ein Effektenfond mit sehr breiter Risikostreuung.²⁾ Demgegenüber beschränkte sich die im Jahre 1932 emittierte "Serie RAD" auf Aktien von ausländischen Rohstoffunternehmungen, während die 1933 ausgegebenen "Gold Mining Shares Deposit Certificates" auf einem Effektenbündel basierten,

1) Vgl. auch B r u p p a c h e r: a.a.O., S. 259 ff

2) Nach L i e f m a n n: a.a.O., S. 216 enthielt er die Aktien von 30 Gesellschaften aus 10 verschiedenen Ländern, worunter sich Werte aus Deutschland (I.G. Farben, Siemens & Halske, Norddeutscher Lloyd), Frankreich (Credit Lyonnais, Canal de Suez) und Holland (Royal Dutch-Shell, Philips), sowie nordamerikanische (Standard Oil, Woolworth) und schweizerische (Nestlé) Papiere befanden.

das aus den Aktien von 18 südafrikanischen Goldminen zusammengesetzt war.¹⁾

Sobald die Anzahl der umlaufenden Zertifikate eines Wertpapier- bzw. Immobilien-Fonds der SIP eine bestimmte Grenze überschreitet, wird deren weitere Ausgabe eingestellt, der betreffende Fonds geschlossen und statt dessen ein neuer aufgelegt.²⁾ So entstanden im Laufe der Zeit außer den drei erstgenannten Serien noch eine ganze Reihe weitere, die jedoch mittlerweile auch wieder geschlossen wurden und sich teilweise schon in Liquidation befinden. Hierzu gehören z.B. die "Swissvalor Serie A" und die "Swissunit Serie B" für eine Reihe schweizer Inlandswerte, die "Allgemeinen Zertifikate Serie A und B" für verschiedene Auslandsaktien, wobei in beiden Fällen auf USA-Papiere nur je ein Viertel entfällt, während der Hauptteil der Anlagen aus europäischen Werten besteht, ferner der "Intercontinental Trust", der sich zum größten Teil aus nordamerikanischen Effekten zusammensetzt, und die lediglich kanadische Wertpapiere enthaltende "CANASIP", sowie schließlich mehrere Immobilienfonds, wie etwa "Swiss-Immobil Serie D", "Swiss-Immobil Serie Genf" und "Canada-Immobil".

Außer den bereits geschlossenen Fonds, für die keine neuen Anteilscheine mehr in den Verkehr kommen, hat aber die SIP auch verschiedene andere gebildet, deren Zertifikate noch laufend ausgegeben werden. Zu diesen offenen Serien gehören z.B. der Fonds "Schweizer Aktien", der sog. "USSEC-Fonds", welcher nur US-amerikanische Dividendenwerte enthält, der auf kanadische Effekten spezialisierte "CANASEC-Fonds", sowie der Immobilienfonds "Swiss-Immobil neue Serie". Insgesamt belief sich der Wert aller von der SIP verwalteten Investment Trusts Ende 1956 auf einen Betrag von 714,1 Millionen sfrs, wovon 395,2 Millionen sfrs auf Wertpapierfonds und 318,9 Millionen sfrs auf Immobilienfonds entfielen.³⁾

1) Alle drei Fonds sind inzwischen wieder aufgelöst worden.

2) Vgl. hierzu auch A c h t e r b e r g: "Schweizer Investment Trusts" in der "Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", Jg. 1950, H. 18, S. 6ff.

3) Nach den Angaben der Gesellschaft in ihrem Verwaltungsbericht für das Geschäftsjahr 1956.

Seit der Gründung der Société Internationale de Placements hat sich der Investment-Gedanke in der Schweiz ziemlich rasch entwickelt. Es kam bald darauf zu weiteren Gründungen von echten Kapitalanlagegesellschaften, die sich beim Publikum steigender Beliebtheit erfreuten und insbesondere seit dem letzten Krieg einen sehr schnellen Aufschwung nahmen. Aus der vom Eidgenössischen Statistischen Amt im Jahre 1946 neu eingeführten Statistik über die sog. "Holding-Gesellschaften" geht hervor, daß sich die Anzahl der in der Schweiz bestehenden Investment Trusts (Trusts d'investissements) innerhalb von 10 Jahren, und zwar von 1946 bis 1955, von 12 auf 32 erhöht hat, worunter sich allein 13 reine Immobilien-Trusts befinden. Gleichzeitig stieg die Anzahl der umlaufenden Zertifikate von etwa 2 auf weit über 5,5 Millionen Stück, Während sich das gesamte Fondsvermögen aller Gesellschaften innerhalb des genannten Zeitraumes beinahe versiebenfachte.¹⁾

Neben Basel erlangte dabei vor allem Zürich als das zweite große Zentrum der schweizerischen Investment-Bewegung eine besondere Bedeutung. Hier war es die sog. "INTRAG", wie die Aktiengesellschaft für Verwaltung von Investment Trusts, Zürich-Lausanne abgekürzt genannt wird, die den Investment-Gedanken mit großem Erfolg zur praktischen Anwendung brachte. Seit dem Jahre 1938 hat sie insgesamt fünf Anlagefonds errichtet, von denen jeder einzelne auf ein bestimmtes Investitionsgebiet zugeschnitten ist und die zusammengenommen einen Kapitalwert von ungefähr 900 Millionen sfrs repräsentieren dürften.²⁾

Der älteste hiervon ist der "America-Canada Trust Fund", "AMCA" genannt, gleichzeitig auch der größte kontinentaleuropäische Anlagefonds für nordamerikanische Wertpapiere. Seine Zertifikate verbriefen das Miteigentum an den Aktien von rund 200 Unternehmungen in den Vereinigten Staaten und in Kanada, wobei auf den erstgenannten Wirtschaftsraum im Durchschnitt etwa 75 - 80 % des Fondsvermögens entfallen. Der Rest wird in kanadischen Effekten investiert bzw. aus Liquiditätsgründen auf

1) Vgl. die entsprechende Zusammenstellung im Statistischen Jahrbuch der Schweiz 1955, S. 330

2) Im Gegensatz zur SIP veröffentlicht die INTRAG keinen eigenen Verwaltungsbericht, sondern lediglich Rechenschaftsberichte für die einzelnen Fonds, die jedoch kein einheitliches Geschäftsjahr aufweisen.

Bankkonten angelegt, die gewöhnlich ebenfalls in Dollarvaluta unterhalten werden. Demgegenüber müssen die Barmittel des im Jahre 1948 gebildeten "SAFIT" (= "South Africa Trust Fund") satzungsgemäß auf südafrikanische, englische oder schweizerische Währung lauten, während die Anlage der durch die Erwerber der Anteilscheine aufgebrachten Mittel hauptsächlich in Goldminen zu erfolgen hat. Darüber hinaus sind aber auch südafrikanische Kohlengruben, sowie rhodesische Kupfer- und Diamantenminen als Investitionsobjekte vorgesehen.¹⁾

Als dritter Wertpapierfonds der INTRAG wurde der "Anlagefonds für Schweizer Aktien" zusammengestellt und beim Publikum eingeführt, wegen der bisher etwas geringeren Rentabilität allerdings mit nur verhältnismäßig bescheidenem Erfolg. Das Portefeuille der "FONSA" enthält neben Werten der chemischen Branche, sowie verschiedenen Titeln der Maschinen- und Bauindustrie vornehmlich Aktien von Banken und Versicherungsunternehmen. Es folgte sodann als erster Immobilien Trust der "Schweizerische Immobilien-Anlagefonds SIMA", dessen Liegenschaftsbesitz sich ziemlich gleichmäßig auf die ganze Schweiz verteilt und ausschließlich aus bebauten Grundstücken besteht, sowie schließlich als bisher letzte Gründung der "Anlagefonds für kanadische Aktien CANAC", speziell gedacht zur Investierung in den aussichtsreichen Grundstoffindustrien Kanadas.

Außer der SIP und der INTRAG gibt es zwar in der Schweiz noch eine ganze Reihe anderer Investment Trusts, die aber bei weitem nicht an die Bedeutung der beiden oben genannten Gesellschaften heranreichen und daher keiner näheren Betrachtung unterzogen werden sollen. Zusammenfassend läßt sich über sie sagen, daß sie im Gegensatz zu den anglo-amerikanischen Organisationen dieser Art im wesentlichen immer das gleiche Konstruktionsprinzip aufweisen und im Hinblick auf ihre Anlagepolitik in zwei Hauptgruppen eingeteilt werden können. Zur ersten zählen die sog. "Wertschriften-Trusts", deren Fonds sich - abgesehen von den üblichen Kontoguthaben und Barbeständen - ausschließlich aus börsengängigen Effekten zusammensetzt, und zwar entweder

1) Aus dem Rechenschaftsbericht für das Jahr 1956/57 geht jedoch hervor, daß sich das Fondsvermögen am 31.3.1957 zu nicht weniger als 20 % aus Beteiligungen an Finanzgesellschaften zusammensetzte.

Die Schweizerischen Investment-Gesellschaften

a) Wertpapier-Trusts

Stand am Jahres- ende	Anzahl der Trusts	umlaufende Zertifikate in Mill.St.	Fondsvermögen in Mill.sfrs	Ausschüttungen in Mill.sfrs	Durchschnittserträge in % des Fondsvermögens
1947	8	2,15	208	7	3,91
1948	10	2,95	268	10	4,43
1949	13	3,53	403	13	4,19
1950	13	4,01	500	18	3,86
1951	15	4,39	653	24	3,89
1952	16	4,54	719	29	4,44
1953	16	4,78	750	23	3,18
1954	16	5,06	1,041	33	3,49
1955	19	5,33	1,224	39	3,38
1956	19	5,52	1,297	46	3,62

b) Immobilien-Trusts

1947	4	0,05	50	2	3,66
1948	4	0,05	52	2	3,64
1949	5	0,11	115	2	3,64
1950	6	0,15	159	3	2,34
1951	6	0,18	189	6	3,54
1952	6	0,22	224	7	3,48
1953	6	0,27	288	9	3,40
1954	10	0,38	414	11	3,37
1955	13	0,44	474	15	3,51
1956	18	0,56	600	19	3,46

nur inländische bzw. nur ausländische Papiere enthält oder aber aus einem nach bestimmten Gesichtspunkten zusammengestellten Sortiment von Inlands- und Auslandswerten besteht. Die sog. "Immobilien-Trusts" dagegen, die die zweite Hauptgruppe bilden, erwerben überhaupt keine Wertpapiere, sondern investieren ihre Mittel lediglich in Grundstücken bzw. in Rechten an solchen.¹⁾

Die vorseitig wiedergegebene Zusammenstellung, die auf Erhebungen des Eidgenössischen Volkswirtschaftsdepartements zurückgeht, soll abschließend einen kurzen Überblick über das Wachstum und die Verbreitung der Investment-Gesellschaften in der Schweiz vermitteln.²⁾

d) Der Investment-Gedanke in Deutschland

Ähnlich wie in der Schweiz kam auch in Deutschland die Idee des Investment-Sparens erst relativ spät zum Durchbruch. Die Gründe hierfür sind vornehmlich volkswirtschaftlicher Art, wenngleich auch gewisse steuerrechtliche Gesichtspunkte die Entwicklung der Kapitalanlagegesellschaften beeinträchtigt haben.

Seit Beginn der sog. "Industriellen Revolution" bis zum Ausbruch des ersten Weltkrieges befand sich nämlich Deutschland in einer stürmischen Aufwärtsentwicklung, die dem vorhandenen Sparkapital ausreichende Anlagemöglichkeiten zu günstigen Zinssätzen bot. Da infolge der allgemeinen Prosperität auf eine Risikoverteilung kein allzugroßes Gewicht gelegt wurde und die stabile Kaufkraft des Geldes den Drang zu einer Vermögensanlage in konjunkturunempfindlichen Sachwerten noch nicht geweckt hatte, bestand eigentlich kein rechter Anlaß zur Gründung von Investment-Trusts gemäß den angelsächsischen Vorbildern. Soweit aber vor 1914 trotzdem Gebilde ähnlicher Art entstanden, handelte es sich hierbei ausschließlich um reine Finanzierungsgesellschaften, was teilweise auch schon aus ihrer Firmenbezeichnung ersichtlich ist.³⁾

1) Auf die sich daraus ergebenden juristischen Schwierigkeiten wird im Zusammenhang mit der Diskussion der Anlagenproblematik näher eingegangen werden.

2) entnommen aus der "Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", Jg. 1957, H. 14, S. 31

3) Vgl. hierzu die Ausführungen von L i e f m a n n: a.a.O., S. 217 ff. über die "AG für rheinisch-westfälische Industrie", die "Bergisch-Märkische Industriegesellschaft", die "Handelsvereinigung" u.a.

Nach dem ersten Weltkrieg dagegen verhinderte vor allem der starke Kapitalmangel in Verbindung mit der drückenden Steuerbelastung ein erfolgreiches Einbürgern des Investment-Gedankens in Deutschland. Eine Kapitalanlagegesellschaft in Form einer AG, die nach der damals vertretenen Ansicht als einzige für einen Investment Trust adäquate Lösung in Frage kam¹⁾, hätte wegen der Doppelbesteuerung durch die Körperschaftsteuer bei der AG einerseits und die Einkommensteuer beim Aktionär andererseits, sowie durch die zusätzlich an beiden Stellen erhobene Vermögensteuer etwa 30 % ihres Ertrages an den Staat abführen müssen.²⁾ Unter diesen Umständen war natürlich mit einer Beteiligung des Publikums an einem derartigen Unternehmen nicht zu rechnen, da die wirtschaftlichen Vorteile einer Vermögensanlage nach Investment-Prinzipien durch die finanziellen Nachteile infolge der steuerlichen Mehrfachbelastung bei weitem übertroffen wurden.

Als sich aber im Jahre 1923 schließlich doch eine Organisation etablierte, welche - wenn auch nur unter Vorbehalt - zu den Kapitalanlagegesellschaften gerechnet werden kann, wählte sie aus oben genannten Gründen die Rechtsform einer bürgerlich-rechtlichen Gesellschaft. Diese unter dem Namen "Dr. Zickert-scher Kapitalverein" gegründete und später in "Deutscher Kapitalverein" umbenannte Vereinigung hatte zwar ursprünglich mehr den Charakter eines privaten Spekulationsklubs, entwickelte sich aber im Laufe der nächsten Jahre immer stärker in Richtung eines Investment Trusts anglo-amerikanischer Prägung, so daß sich ihre Bezeichnung als erste deutsche Kapitalanlagegesellschaft wohl rechtfertigen lassen dürfte.³⁾ Immerhin war sie aber bei einer Berliner Privatbank so stark engagiert, daß sie nach dem Zusammenbruch dieser Firma im Jahre 1929 liquidiert werden mußte. Die endgültige Auflösung des Deutschen Kapitalvereins erfolgte jedoch erst Mitte 1931, da die Restbestände seiner Effekten zunächst durch den zu diesem Zweck gegründeten "Deutschen Investment-Verein", eine eingetragene Genossenschaft, übernommen wurden. Dieser tätigte hauptsächlich Hypothekenge-

1) siehe z.B. G o l d s c h m i d t: a.a.O., S. 75.

2) Vgl. B r u p p a c h e r: a.a.O., S. 234.

3) Nähere Einzelheiten über ihre Organisation bei O f f n e r: a.a.O., S. 77 bzw. 118.

schäfte, trat aber schon nach kurzer Zeit in die stille Liquidation.¹⁾

Auch der im Jahre 1926 in München gegründeten "Bayerischen Investment-Gesellschaft" war nur wenig Erfolg beschieden. Ihr gebührt aber das Verdienst, im Hinblick auf eine bessere Anpassung des Investment-Sparens an die konkreten Gegebenheiten als erste deutsche Kapitalanlagegesellschaft einen Weg beschritten zu haben, der sich später als durchaus richtig herausstellen sollte. Um die lästige Doppelbesteuerung zu vermeiden, unternahm sie nämlich den Versuch, den Investment-Gedanken in Form eines selbständigen Wertpapierfonds zu verwirklichen, als dessen Treuhänderin sie auftrat. Zu diesem Zweck deponierte sie bei der Bayerischen Staatsbank ein gemischtes Effektenportefeuille, auf Grund dessen sie Inhaberzertifikate herausgab, die den Käufern ein unmittelbares Miteigentum an den hinterlegten Wertpapieren einräumten.²⁾ Später wurden sogar zwei verschiedene Serien herausgegeben, um den Wünschen der Anleger besser Rechnung tragen zu können. Die Zertifikate der ersten beruhten auf einem aus Obligationen zusammengesetzten Fonds, die der zweiten dagegen aus einem Portefeuille, das nur Aktien enthielt.

Wie man sieht, arbeitete die "Bayerische Investment AG" damals bereits nach einem Organisationsprinzip, das mit demjenigen der heute in der Schweiz bzw. in der Bundesrepublik bestehenden Kapitalanlagegesellschaften eine sehr große Ähnlichkeit aufweist. Leider betrieb sie aber das eigentliche Investment-Geschäft nur mehr studienhalber, da sie erst die Stellungnahme der Steuer- bzw. Gerichtsbehörden zu ihren Fonds abwarten

- 1) An der Richtigkeit dieses Sachverhalts dürfte kaum zu zweifeln sein, da er von sämtlichen hier zitierten Autoren übereinstimmend wiedergegeben wird. B r u p p a c h e r: a.a.O., S. 237 verweist in diesem Zusammenhang sogar auf entsprechenden Artikel in der "Frankfurter Zeitung" vom 4. Juli 1931 ("Das Ende des Deutschen Investment-Vereins").

Demgegenüber findet sich bei K n o b l i c h: a.a.O., S. 71 erstaunlicherweise folgender Satz: "Der Deutsche Investment-Verein e.G.m.b.H. hat allen Schwierigkeiten zum Trotz seine Existenz bis heute behauptet" (Die zitierte Dissertation stammt aus dem Jahre 1953!).

Über eine aktive Tätigkeit dieser Organisation als Investment-Gesellschaft konnte jedoch nichts in Erfahrung gebracht werden.

- 2) Vgl. hierzu O f f n e r: a.a.O., S. 119

wollte, während sie sich vorerst hauptsächlich der Kreditvermittlung von Auslandsgeldern widmete.¹⁾ Diese Tätigkeit wurde ihr schließlich zum Verhängnis, denn als der Reichsfinanzhof die schwebenden Fragen endlich zu ihren Gunsten entschieden hatte, waren ihre Verluste inzwischen so groß geworden, daß sie die Liquidation beschließen mußte.

Damit war die Einführung des Investment-Gedankens in Deutschland zunächst einmal gescheitert. Auch nachdem die "Zweite Verordnung des Reichspräsidenten zur Sicherung von Wirtschaft und Finanzen" vom 6. Juni 1931 den sog. "Kapitalverwaltungsgesellschaften" weitgehende Steuerermäßigungen zugestanden hatte, kam es nämlich infolge der starken Verschlechterung der allgemeinen Wirtschaftslage, sowie wegen der unsicheren politischen Verhältnisse zu keinen Neugründungen von Gebilden, die man als Investment-Gesellschaften bezeichnen könnte. Die anschließende NS-Ära brachte zwar bald eine gewisse Stabilität in die weitere Konjunkturentwicklung, führte aber durch die Maßnahmen ihrer Wirtschaftspolitik zu einer weitgehenden Diskriminierung des Wertpapierses und aller damit zusammenhängenden Fragen, unter der der deutsche Kapitalmarkt teilweise auch heute noch zu leiden hat.

Aus diesen Gründen dauerte es über 20 Jahre, bis nach der erfolgreichen Überwindung der Kriegs- und Nachkriegswirren wieder eine neue Investment-Gesellschaft in Deutschland an die Öffentlichkeit trat. Es war dies die "Allgemeine Deutsche Investment-Gesellschaft m.b.H.", welche im Jahre 1949 unter Führung der Bayerischen Staatsbank von einer Reihe bekannter Kreditinstitute mit Sitz in München gegründet wurde. Inzwischen hat sich die Zahl ihrer Gesellschafter - alles Bankfirmen, darunter zwei ausländische - von ursprünglich 10 auf insgesamt 19 erhöht und auch das Betriebskapital, das gegenwärtig 1,9 Millionen DM beträgt, wurde mehrfach aufgestockt. Im Verlauf ihrer nun schon fast achtjährigen Tätigkeit hat die Gesellschaft bisher drei verschiedene Wertpapierfonds eingerichtet, mit denen sie jeweils einen ganz bestimmten Interessentenkreis ansprechen wollte. Der älteste hiervon, der "Fonds für Renten und Aktien", abgekürzt "FONDRA" genannt, wurde 1950 zusammengestellt und war vornehmlich für Anleger gedacht, die auf eine

1) Näheres bei L i e f m a n n: a.a.O., S. 223

gewisse Mindestverzinsung ihrer Kapitalien Wert legten. Deshalb enthält er zwecks Stabilisierung des Ertrags außer zahlreichen Aktien auch einen relativ großen Prozentsatz an Pfandbriefen und Industrieanleihen. Demgegenüber besteht der zweite Fonds, ebenfalls 1950 aufgelegt und mit dem Namen "FONDAK" d.h. "Fonds für deutsche Aktien" versehen, ausschließlich aus Dividendenwerten. Dies trifft zwar auch beim sog. "Fonds für industrielle Spezialwerte" zu, der unter der Bezeichnung "FONDIS" eingeführt wurde, doch beschränkt sich dieser im Gegensatz zum erstgenannten auf höchstens zwanzig, an mindestens einer deutschen Börse variabel gehandelten Aktien weltbekannter Firmen, da er vor allem auf ausländische Kapitalgeber anziehend wirken sollte.

Nachdem die Münchner Gesellschaft mehrere Jahre lang als einzige Institution ihrer Art in Deutschland tätig war, kam es 1956 auf Grund der Initiative verschiedener Bankkreise zu einer Reihe von Neugründungen, die nach den bisher bekanntgewordenen Absatzziffern recht beachtliche Anfangserfolge erzielen konnten. Vor allem der "Deutsche Investment Trust", die Gründung der Dresdner-Bank-Gruppe, entwickelte bald eine lebhafte Aktivität, wodurch er sich rasch eine führende Stellung unter den übrigen Gesellschaften sicherte.¹⁾ Doch auch die Zertifikate der "Deutschen Gesellschaft für Wertpapiersparen", an welcher die Deutsche-Bank-Nachfolger maßgebend beteiligt sind, fanden guten Anklang, wohingegen die "Union Investment Gesellschaft" und die "Deutsche Kapitalanlagegesellschaft" mit ihren Fonds anscheinend auf geringes Interesse stießen.²⁾

Die Gründungswelle des Jahres 1956 war wohl auch der Anlaß dafür, daß der seit langem vorliegende Entwurf zu einem besonderen Investment-Gesetz nach eingehender parlamentarischer Behandlung, die auf Grund der vom Bundesrat vorgebrachten Sonderwünsche zu einer mehrmaligen Abänderung der ursprünglich vorgesehenen Fassung führten, vom Deutschen Bundestag in sei-

1) nach einer Meldung des "Industriekurier", Nr. 134 vom 31.8. 1957 befanden sich Ende August 1957 bereits über 1 Million "Concentra"-Anteile im Umlauf

2) Vgl. hierzu die umseitige Zusammenstellung, die einen kurzen Überblick über den gegenwärtigen Stand des Investment-Sparens in der Bundesrepublik vermittelt. Die hierin angegebenen Zahlen wurden den letzten Rechenschafts- bzw. Zwischenberichten der einzelnen Gesellschaften entnommen.

Die fünf deutschen Investment-Gesellschaften

Name und Sitz der Gesellschaft	Anzahl und Art ihrer Gesellschafter	darunter ausländische
Allgemeine Deutsche Investment- Gesellschaft m.b.H. München	19 Privat- und Regionalbanken unter Führung der Bayerischen Staatsbank	2
Deutscher Investment-Trust Gesellschaft für Wertpapiereanlagen m.b.H. Frankfurt	Dresdner Bank AG und ihr Berliner Tochterinstitut	-
Union Investment- Gesellschaft m.b.H. Frankfurt	24 Privat- und Volksbanken	5
Deutsche Kapitalanlage- Gesellschaft m.b.H. Düsseldorf	12 Girozentralen	-
Deutsche Gesellschaft für Wertpapiersparen m.b.H. Frankfurt	14 Privatbanken unter Führung der Deutschen Bank AG	-

x) nicht angegeben

schaften und ihre acht Wertpapier-Fonds

Name s Fonds	Gründungs- datum	umlaufende Zertifikate	Fondsvermögen in DM	jeweiliger Stichtag
ONDRA	31. 7.1950	20.649	3.789.385,86	29. 6.1957
ONDAK	2.10.1950	161.839	14.821.162,08	29. 6.1957
ONDIS	31.12.1954	233.388	24.695.912,33	29. 6.1957
NCENTRA	26. 3.1956	537.000	51.772.398.94	31.12.1956
afonds	12. 4.1956	232.340	10.332.023,88	15. 5.1957
scafonds	19. 6.1956	14.410	1.432.631,37	15. 2.1957
afonds I	24.11.1956	86.269	8.610.319,70	31.12.1956
INVESTA	17.12.1956	.x)	38.214.627.--	29. 3.1957

ne endgültige Form gebracht wurde und daraufhin am 16. April 1957 als sog. "Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften" in Kraft treten konnte. Da man mit dessen Verabschiedung vor allem eine staatliche Förderung des Investment-Sparens bezweckte, enthält es außer einer Reihe von Vorschriften zum Schutze der Anleger, durch die man das Vertrauen des Publikums in diese neue Sparform stärken wollte, auch mehrere Bestimmungen, welche die Nachteile beseitigen sollen, die dem Käufer von Wertpapieren durch die Zwischenschaltung einer Kapitalanlagegesellschaft entstehen. Darüber hinaus laufen sogar einzelne Klauseln bewußt auf eine steuerliche Begünstigung des Erwerbs von Investment-Zertifikaten hinaus, wie z.B. § 21, Abs. 2, welcher die Rückerstattung der einbehaltenen Kapitalertragsteuer betrifft.¹⁾

Von einer ausführlichen Stellungnahme zu den einzelnen Paragraphen des Investment-Gesetzes an dieser Stelle wird jedoch abgesehen, da auf einige von ihnen bereits im ersten Abschnitt der theoretisch-historischen Einführung hingewiesen wurde, während diejenigen Teile des Gesetzes, die im Hinblick auf ihre Bedeutung für die Anlage- und Absatzpolitik einer Investment-Gesellschaft von besonderer Wichtigkeit sind, an der entsprechenden Stelle des betriebswirtschaftlichen Hauptteiles einer eingehenden Betrachtung unterzogen werden müssen.

Abschließend wäre aber noch kurz zu bemerken, daß es außer den fünf deutschen Kapitalanlagegesellschaften, die unter das oben erwähnte Investment-Gesetz fallen, eine weitere gibt, deren Konstruktion - wenn auch nur sehr entfernt - hinsichtlich ihrer Zielsetzung an die schweizerischen Immobilien-Trusts erinnert. Gemeint ist hiermit die sog. "Hansa-Sachwert-Anlagen-GmbH", die im Frühjahr 1956 in Hamburg gegründet wurde und nach den bisher über sie veröffentlichten Presseberichten die Einrichtung von vier verschiedenen, im wesentlichen aus Grundstücksrechten, Schiffshypotheken und Industriebeteiligungen zusammengesetzten Anlagefonds zu beabsichtigen scheint.²⁾

1) Weitere Einzelheiten über die steuerliche Regelung des Beteiligungs-Sparens siehe bei S i a r a - T o r m a n n : a.a.O., S. 72 ff.

2) Vgl. auch den Aufsatz: "Neues Sparsystem" im "Spiegel", Jg. 11, Nr. 30, S. 17 ff.

Die Problematik der einzelnen Markt- und Absatz-Faktoren im
=====

Rahmen der Geschäftspolitik eines Investment Trust
=====

Nach diesen einleitenden Ausführungen über das grundsätzliche Wesen der Investment-Idee und ihren sichtbaren Niederschlag in der Gestalt entsprechender Dienstleistungsbetriebe soll jetzt in den nächsten Kapiteln der vorliegenden Arbeit deren eigentliches Kernstück zur Darstellung kommen, und zwar die diversen Bestimmungsgründe für die umweltorientierte Verhaltensweise einer Kapitalanlagegesellschaft oder - was praktisch das gleiche bedeutet - der Einfluß der äusseren Daten auf die Entscheide ihrer zuständigen Unternehmungsorgane.

Gemäß der fast schlagwortartigen Dissertations-Überschrift wurde dabei - wie ein Blick auf das Schema der Gliederung zeigt - besagter Gesamtkomplex der besseren Übersicht wegen in mehrere Teile zerlegt und jedem einzelnen Unterpunkt, nämlich der Marktforschung, der Absatzpolitik und der Werbung, ein eigener Abschnitt gewidmet. Das könnte nun sehr leicht den Eindruck erwecken, als beziehe sich diese rein technisch bedingte, ebenbürtige Abhandlung jener drei Themenkreise analog auch auf eine methodologische Gleichordnung der ihnen zugrunde liegenden Begriffe, was jedoch keineswegs zutrifft. Letztere stehen vielmehr in einem sachlichen Abhängigkeitsverhältnis, dessen Wesen zum Zweck seiner Klarstellung nachfolgend kurz interpretiert werden soll.

Hierbei muß von der Tatsache ausgegangen werden, daß alle Maßnahmen der Geschäftsleitung, so verschiedenartig sie auf den ersten Blick auch sein mögen, im Grunde genommen auf ein gemeinsames Ziel hinauslaufen, auf das Bestreben nämlich, der betreffenden Unternehmung einen ausreichenden Lebensraum zu erkämpfen bzw. diesen zu erhalten und zu vergrößern. Demgemäß steht also die gesamte Geschäftspolitik einer Betriebswirtschaft, von gelegentlichen Ausnahmen abgesehen, vornehmlich im Dienste der Existenzsicherung ihres Unternehmens und muß daher in erster Linie darauf hinarbeiten, diesem eine feste Stellung im Marktgeschehen zu ver-

schaffen. Eine Wirtschaftsordnung vorausgesetzt, deren Ablauf sich - wenigstens im Grundprinzip - nach dem freien Spiel der ökonomischen Kräfte richtet, wird dies aber nur dann gelingen, wenn sich die entsprechenden Dispositionen der Geschäftsleitung ständig an der jeweiligen Marktlage orientieren und in ihrer Ausrichtung den momentan vorherrschenden Tendenzen möglichst weitgehend entgegenkommen. Anders ausgedrückt, das von der betreffenden Unternehmung dem Markt unterbreitete Angebot, seien es nun irgendwelche Produkte oder handle es sich um bestimmte Dienstleistungen, muß sich dem Charakter der augenblicklichen Nachfrage soweit anpassen, daß es damit rechnen kann, von letzterer akzeptiert zu werden.

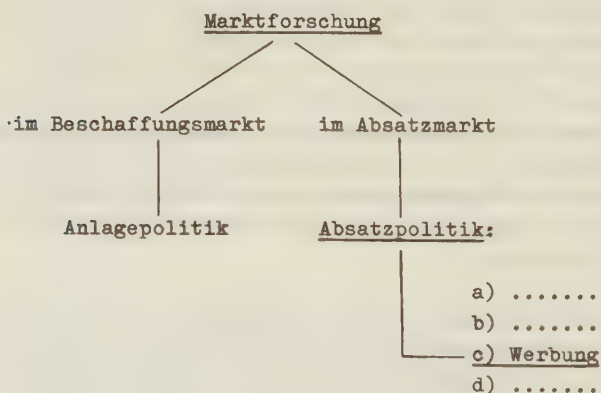
Infolge der starken Unübersichtlichkeit, durch welche sich die verschiedenen Märkte einer modernen Volkswirtschaft gewöhnlich auszeichnen, ist aber die Herbeiführung der notwendigen Übereinstimmung zwischen Angebot und Nachfrage fast immer mit beträchtlichen Schwierigkeiten verbunden, die um so größer werden, je arbeitsteiliger die betreffende Wirtschaft organisiert ist. Um sie überhaupt zu erreichen, benötigt die Geschäftsleitung daher meist ein besonderes Hilfsmittel, dessen sie sich bei der Beseitigung der sog. "Intransparenzen" zur Ermittlung der tatsächlichen Marktverhältnisse mit Erfolg bedienen kann. Als solches fungiert nun in der Regel die betriebswirtschaftliche Marktforschung, die also hinsichtlich ihrer Zwecksetzung als ein Instrument der Unternehmungsführung aufgefaßt werden kann, welches dieser die Unterlagen für eine marktkonforme Geschäftspolitik zu liefern hat.¹⁾

Sieht man bei der letzteren von denjenigen Maßnahmen ab, welche einen ausgesprochen produktionstechnischen Charakter tragen und die angesichts der reinen Dienstleistungstätigkeit der Investment-Gesellschaften hier sowieso in Wegfall kommen würden, so beziehen sich alle übrigen Dispositionen der Geschäftsleitung entweder auf die Beschaffungsseite der betreffenden Unternehmung oder auf solche Fragen, die mit den verschiedenen Absatzproblemen in Zusammenhang stehen. Demgemäß unterscheidet man auch zwi-

1) Vgl. hierzu auch S c h ä f e r: a.a.O., S. 3 ff.

schen einer Marktforschung im Beschaffungsmarkt, welche die Ausgangsbasis für die beschaffungsorientierten Maßnahmen der Geschäftspolitik bildet, und einer Marktforschung im Absatzmarkt, auf welche sich die Unternehmungsführung stützen muß, wenn sie eine marktgerechte Absatzpolitik betreiben will.

Diese wiederum umfaßt sämtliche Fragenkomplexe, die in irgendeiner Weise für die Lösung der ihr gestellten Aufgaben von Wichtigkeit sind, und erstreckt sich infolgedessen auch auf das Gebiet der Werbung, welche hinsichtlich ihrer Bedeutung für eine potentielle Umsatzsteigerung eine gewisse Sonderstellung unter den übrigen Komponenten der Absatzpolitik einnimmt. Während also die betriebswirtschaftliche Marktforschung gewissermaßen nur ein Hilfsmittel der allgemeinen Geschäftspolitik ist - wenngleich sie als solches manchmal unentbehrlich erscheint -, bildet die Werbung einen integrierenden Bestandteil derselben, da sie ihrer Zielsetzung nach dem Aufgabenbereich der Absatzpolitik zugerechnet werden muß. Der Zusammenhang zwischen den soeben erläuterten Begriffen läßt sich daher bildlich etwa wie folgt darstellen:



Nach der Klarstellung des oben beschriebenen Abhängigkeitsverhältnisses könnte sich nunmehr die Frage erheben, warum die thematische Formulierung der vorliegenden Arbeit eine so auffallend starke Betonung der absatzorientierten Seite des einzelbetrieblichen Marktverhaltens aufweist. Hierzu wäre zu bemerken, daß für diese einseitige Hervorhebung im

wesentlichen zwei Gesichtspunkte maßgebend waren, die nun zur besseren Verständlichmachung der damit verfolgten Absicht ebenfalls kurz erläutert werden sollen.

Der erste hiervon beruht auf der wohl hinreichend bekannten Tatsache, daß die vielschichtigen und meist auch sehr diffizilen Probleme des Absatzes in der Regel den Mittelpunkt der Geschäftspolitik einer Betriebswirtschaft bilden, da sich die Bestrebungen der Unternehmungsleitung verständlicherweise in erster Linie auf eine Erhöhung des betrieblichen Umsatzes konzentrieren. Dieser allgemein üblichen Gepflogenheit kommt nun bei den Investment-Gesellschaften - und zwar speziell bei den deutschen - hinsichtlich der Erreichung ihres Betriebszweckes noch eine ganz besondere Bedeutung zu, welche den zweiten Gesichtspunkt für die schon im Thema zum Ausdruck gebrachte Schwerpunktverlagerung auf den absatzwirtschaftlichen Teil der Geschäftspolitik bildet. Berücksichtigt man nämlich, daß der Investment-Gedanke noch relativ jung ist und sich daher im Bewußtsein der breiten Massen erst richtig durchsetzen muß, um einen wirklich nachhaltigen Erfolg erzielen zu können, so dürfte es auch ohne längere Erklärungen durchaus verständlich sein, daß das eigentliche Marktproblem der Investment-Gesellschaften primär auf der Absatzseite liegt, da es für sie von geradezu ausschlaggebender Bedeutung ist, genügend breite Käuferschichten für den Erwerb der Zertifikate zu mobilisieren. Im Hinblick auf diesen Sachverhalt schien es daher angebracht zu sein, sowohl der Absatzpolitik im allgemeinen als auch der Werbung im besonderen je ein eigenes Kapitel zu widmen, während die Fragen der Anlagepolitik in Verbindung mit der Marktforschung im Beschaffungsmarkt abgehandelt werden.

I. Die Problematik der Marktforschung

Das oben erwähnte Übergewicht des absatzorientierten Teiles der Geschäftspolitik, welches bei fast allen Unternehmungen beobachtet werden kann und mit dem schon wiederholt betonten Streben nach einer möglichst rationellen Absatzförderung in Zusammenhang steht, muß natürlich ganz zwangsläufig dazu führen, daß auch bei der Marktforschung selbst, die ja bekanntlich die Grundlage für die entsprechenden Maßnahmen der

Geschäftsleitung bildet, die Absatzseite stark in den Vordergrund tritt, während der Durchleuchtung des Beschaffungsmarktes eine meist wesentlich geringere Aufmerksamkeit geschenkt wird. Auf Grund dieser Tatsache, die also nur die praktische Konsequenz einer bestimmten Verhaltensweise der einzelnen Unternehmungen bildet, stellte auch die daran anknüpfende Theorie die absatzwirtschaftlichen Probleme in den Mittelpunkt ihrer diesbezüglichen Betrachtungen. Einige Autoren wollen sogar unter dem Begriff "Marktforschung" lediglich eine Erforschung des Absatzmarktes einer Unternehmung verstehen, und auch diejenigen, die zwar theoretisch den Beschaffungsmarkt in den Gesamtkomplex der betriebswirtschaftlichen Marktforschung mit einbeziehen, beschäftigen sich bei der Darstellung der sich hieraus ergebenden Fragenkreise praktisch fast nur mit der Problematik des Absatzmarktes.¹⁾

Im Gegensatz dazu wurde hier die oben erläuterte Zweiteilung der betriebswirtschaftlichen Marktforschung in eine Beschaffungsforschung einerseits und eine Absatzforschung andererseits auch im weiteren Verlauf der Untersuchungen beibehalten und jedem einzelnen der beiden Teilbereiche ein eigener Unterabschnitt zugewiesen. Wie sich aber aus den nachfolgenden Ausführungen noch ergeben wird, steht die Beschaffungsforschung - funktionell gesehen - auch dann noch in einer ge-

1) So übernimmt z.B. H o b a r t: a.a.O., S. 15 die im Jahre 1948 von der American Marketing Association aufgestellte Definition, die das Wesen der betriebswirtschaftlichen Marktforschung folgendermaßen umschreibt: "Marktforschung ist die Sammlung, Aufzeichnung und Analyse aller Tatsachen, die sich auf die Probleme beziehen, die mit der Lieferung von Waren und Leistungen vom Erzeuger an den Verbraucher und ihrem Verkauf zusammenhängen."

Demgegenüber betont zwar L a d n e r: a.a.O., S. 25 f. die Zugehörigkeit der Beschaffungsfragen zum Aufgabengebiet der betriebswirtschaftlichen Marktforschung, beschränkt aber seine anschließende Stellungnahme hierzu ausschließlich auf den Absatzmarkt einer Unternehmung.

Auch S c h ä f e r, dessen oft zitiertes Werk über die "Grundlagen der Marktforschung" diesen Ausführungen teilweise als theoretisches Fundament diene, widmet sich hauptsächlich der Absatzforschung. Lediglich in seiner als Einführung in das Gebiet der "Betriebswirtschaftlichen Marktforschung" gedachten Schrift (Verlag W. Girardet, Essen 1955) führt er als praktisches Beispiel die Analyse eines Rohstoffmarktes durch, womit er auf die Schwierigkeiten hinweisen will, die gegebenenfalls im Beschaffungsmarkt einer Unternehmung auftreten können.

wissen Abhängigkeit von den Ergebnissen der Absatzforschung, wenn sie sich rein sachlich von letzterer trennen und als abgeschlossenes Sondergebiet der betriebswirtschaftlichen Marktforschung behandeln läßt. In Anbetracht dieses Umstandes kann also - wenigstens im Hinblick auf die Verhältnisse bei den Investment-Gesellschaften - an der Richtigkeit der seinerzeit aufgestellten These vom sog. "Primat des Absatzes" kein Zweifel bestehen, auch wenn sie literarisch nicht ganz unbestritten ist.¹⁾

Zuweilen werden die Aufgaben der betriebswirtschaftlichen Marktforschung dahingehend interpretiert, daß auch die Probleme des Finanz- und des Arbeitsmarktes, sowie diejenigen der zweckmäßigsten Standortwahl in ihren spezifischen Wirkungsbe-
reich einbezogen werden.²⁾ Ganz abgesehen von der Tatsache jedoch, daß die hiervon betroffenen Fragen bei einer genügend weiten Auslegung des Begriffes "Beschaffung" ohne Schwierigkeiten als Teilgebiete der Beschaffungsforschung aufgefaßt werden können, so daß es sich also nur darum handeln würde, bei letzterer eine entsprechende Untergliederung vorzunehmen, sollen die finanzierungstechnischen, arbeitspolitischen und standortbedingten Marktforschungsaufgaben hier vor allem deswegen unberücksichtigt bleiben, weil diese Fragen für eine Investment-Gesellschaft meist nur von sehr untergeordneter Bedeutung sind und ihre Lösung im allgemeinen keine besonderen Probleme aufwirft.

Obwohl nämlich eine Investment-Gesellschaft auf Grund ihres Unternehmungszweckes fast ständig in der Sphäre des Finanzmarktes, genauer gesagt in derjenigen des Kapitalmarktes operieren muß, so erwachsen ihr doch aus dieser betriebstechnischen Notwendigkeit kaum irgendwelche Probleme, die mit der Finanzierung der betreffenden Vermögenstransaktionen zusammenhängen. Die Mittel, die eine Investment-Gesellschaft zur Anschaffung der vorgesehenen Investitionsprojekte benö-

1) Vgl. hierzu K o c h: "Die Gliederung der Vertriebsorganisation" in der "Betriebswirtschaft", Jg. 1934, H. 9, S. 217 ff. und die entsprechende Gegenargumentation bei L a d n e r: a.a.O., S. 33.

2) Siehe z.B. L a d n e r: a.a.O., S. 33, sowie teilweise auch S c h ä f e r: a.a.O., S. 8.

tigt, werden ja bekanntlich nicht von ihr selbst aufgebracht, sondern von den Erwerbern der von ihr ausgegebenen Zertifikate und stehen ihr daher in der Regel schon zur Verfügung, bevor sie die entsprechenden Wertpapier- bzw. Immobilienkäufe abschließt. Andererseits brauchen die Investment-Gesellschaften - einer allgemein üblichen Klausel ihrer Vertragsbestimmungen entsprechend - die Honorierung rücklaufender Zertifikate erst dann vorzunehmen, wenn sie die hierzu notwendigen Verkäufe aus ihren Anlagebeständen durchgeführt haben. In ausgesprochene Finanzierungsschwierigkeiten können also die Investment-Gesellschaften bei der Eingehung bzw. Abwicklung von Engagements kaum geraten. Soweit allerdings in diesem Zusammenhang gewisse Liquiditätsprobleme auftauchen, werden diese bei der Diskussion der Geschäftspolitik einer Investment-Gesellschaft entsprechend zu berücksichtigen sein.¹⁾

Andere Finanzierungsanlässe als die vorgenannten treten bei Investment-Gesellschaften nur sehr selten in Erscheinung und beziehen sich dann regelmäßig auf mehr oder weniger einmalige Aktionen. Es wäre hier etwa an die Durchführung einer großzügigen Werbekampagne zu denken oder an die Neugründung einer Gesellschaft und ihre Ausstattung mit dem notwendigen Betriebskapital. Da sich jedoch der Gründerkreis der deutschen und auch vieler ausländischer Investment-Gesellschaften vorwiegend aus Kreditinstituten zusammensetzt, dürfte die Frage nach der Aufbringung der hierfür erforderlichen Mittel im allgemeinen auf keine allzu großen Schwierigkeiten stoßen, so daß sich also eine besondere Marktforschungstätigkeit der Investment-Gesellschaften zur Bewältigung dieser speziellen Finanzierungsaufgabe weitgehend erübrigt.

Auch soweit bei den Investment-Gesellschaften bestimmte Prob-

- 1) Zur Vermeidung etwaiger Mißverständnisse sei bei dieser Gelegenheit gleich darauf hingewiesen, daß derjenige Marktbereich, welcher infolge der hauptsächlich auf Industrie- bzw. Warenhandelsbetriebe zugeschnittenen Terminologie der betriebswirtschaftlichen Marktforschung von dieser gewöhnlich als Finanz- bzw. Kapitalmarkt bezeichnet wird, auf Grund der spezifischen Dienstleistungstätigkeit der Investment-Gesellschaften für letztere in erster Linie als Beschaffungsmarkt von Bedeutung ist und dementsprechend auch als solcher behandelt werden muß.

leme des Arbeitsmarktes und der Standortwahl eine gewisse Rolle spielen, erweisen sich langwierige Unterweisungen hierüber als überflüssig, weil nämlich die betreffenden Fragenkreise leicht überschaubar sind und infolgedessen mit wenigen Worten umrissen werden können. So benötigt z. B. eine Investment-Gesellschaft außer den für die Durchführung der Anlage- und Absatzpolitik verantwortlichen Geschäftsführern, deren diesbezügliche Fertigkeiten allerdings für die Erreichung des angestrebten Zieles von ausschlaggebender Bedeutung sind und die häufig aus den Kreisen der an der betreffenden Investment-Gesellschaft interessierten Banken stammen, in der Regel nur einige Schreibkräfte, da der größte Teil der in einer Investment-Gesellschaft anfallenden Verwaltungsarbeiten von deren Depotbank übernommen wird.

Im Hinblick auf die Wahl des günstigsten Standortes dagegen dürfte es wohl als selbstverständlich zu betrachten sein, daß sich eine Unternehmung, deren wichtigste Tätigkeit in der laufenden Beobachtung des Wertpapiermarktes und aller damit zusammenhängenden Fragen besteht, nicht in einem abgelegenen Provinzstädtchen niederlassen darf, sondern einen maßgebenden Börsenplatz als Sitz der Geschäftsleitung wählen muß. Demgemäß wurden von den fünf deutschen Investment-Gesellschaften, die seit der Währungsreform des Jahres 1948 in der Bundesrepublik entstanden sind, allein drei in Frankfurt und je eine in München und Düsseldorf gegründet. Bei solchen Unternehmungen dagegen, die sich in der Hauptsache mit der Kapitalanlage in Liegenschaften befassen, ist natürlich ein derartig enger Kontakt zur Börse nicht unbedingt erforderlich, weshalb z.B. die sog. "AG für Fondsverwaltung", die einen im Jahre 1955 aufgelegten schweizerischen Immobilien-Fonds betreut, ihren Sitz nicht in Zürich, sondern in dem benachbarten Zug aufschlagen konnte, ohne irgendwelche Nachteile für den geschäftlichen Erfolg ihrer Bemühungen befürchten zu müssen.

Diese kurzen Hinweise auf die relativ geringe Bedeutung der oben erwähnten Teilbereiche der betriebswirtschaftlichen Marktforschung, die für Investment-Gesellschaften praktisch nur als Bandgebiete in Betracht kommen, dürften wohl in ausreichendem Maß gezeigt haben, daß den Fragen des Finanz-

und des Arbeitsmarktes, sowie auch denjenigen einer rationalen Standortkalkulation bei Kapitalanlagegesellschaften keine allzu große Beachtung geschenkt zu werden braucht und ihre bewußte Vernachlässigung somit durchaus gerechtfertigt ist. Bevor nun aber im folgenden auf die wesentlich wichtigeren Fragenkreise des Beschaffungsmarktes und der Absatzforschung eingegangen werden kann, muß noch ganz kurz etwas über die Art und Weise gesagt werden, in der die Lösung der letztgenannten Probleme in Angriff genommen wurde.

Hierzu ist es erforderlich, auf eine begriffliche Unterscheidung hinzuweisen, die besonders in der deutschsprachigen Literatur immer wieder herausgestrichen wird und durch die man die betriebswirtschaftliche Marktforschung in eine "Marktanalyse" einerseits und eine "Marktbeobachtung" andererseits aufzuteilen pflegt. S c h ä f e r , der diese methodische Untergliederung als erster systematisch durchgeführt hat¹⁾, bezeichnet mit dem Ausdruck "Marktanalyse" eine auf die Ermittlung der jeweiligen Marktstruktur einer Betriebswirtschaft abzielende Untersuchungstätigkeit, wohingegen er unter "Marktbeobachtung" ein Vorgehen versteht, welches sich hauptsächlich auf die Erfassung des dynamischen Ablaufes der Marktbewegungen richtet und dementsprechend alle hierbei auftretenden Veränderungen festzustellen hat. Während also die Marktanalyse mehr den Charakter einer einmaligen bzw. einer nur von Zeit zu Zeit durchgeführten Erhebung aufweist, durch welche vor allem die marktwirtschaftlich relevanten Daten der betreffenden Unternehmung herausgearbeitet werden sollen, bildet die Marktbeobachtung einen mehr oder weniger kontinuierlich ablaufenden Vorgang zur Registrierung der im Marktgeschehen erkennbaren Schwankungs- bzw. Umschichtungstendenzen.

Durch die soeben erläuterte Aufspaltung der Marktforschungstätigkeit in ihre beiden Komponenten "Analyse" und "Beobachtung" wird jedoch die weiter oben vorgenommene Unterteilung ihres Aufgabenbereiches nach Sachgebieten in keiner Weise berührt, da es sich bei den letztgenannten Begriffen nur um zwei verschiedene Methoden handelt, nach denen man bei

1) a.a.O., S. 12 ff.

der Bewältigung einer konkreten Marktforschungsaufgabe fakultativ vorgehen kann. Es ist demnach also im Prinzip durchaus möglich, die erstrebte "Durchleuchtung" des Absatz- wie des Beschaffungs-Sektors eines beliebigen Wirtschaftsbetriebes entweder mit Hilfe einer generellen Analyse zu betreiben oder sich statt dessen auf eine gründliche und ausreichend lauze Beobachtung aller wichtigen Fakten zu stützen. Während nun aber die Praxis in der Regel einen "goldenen Mittelweg" einschlägt und die beiden Methoden miteinander verbindet, wurde hier ganz bewußt der Schwerpunkt auf eine mehr analytische Betrachtungsweise der zu klärenden Fragen gelegt, weil dies dem eingangs erläuterten Streben nach einer grundsätzlichen Darstellung der Marktproblematik einer Investment-Gesellschaft m.E. am besten entspricht.¹⁾

Bezüglich der spezifischen Technik, die hier bei der Sammlung des benötigten Arbeits-Materiales Anwendung fand, wäre dann noch zu bemerken, daß der Großteil desselben vermittels einer sog. "Sekundär-Erhebung" beschafft worden ist, durch ein faktisches Vorgehen also, welches die amerikanische Fachsprache treffend als "desk-research" zu bezeichnen pflegt und das im wesentlichen darin besteht, daß man auf schon vorhandene, anderen Quellen entstammende Unterlagen zurückgreift, diese auf ihre mögliche Brauchbarkeit für die eigenen Zwecke untersucht und zutreffendenfalls sachgemäß auswertet. Als Ergänzung dazu wurde ferner eine persönliche Fühlungnahme mit Vertretern von Banken und deutschen Investment Trusts angestrebt, die in Form von Gesprächen bzw. Interviews stattfand und sich besonders auf die Erörterung von Fragen der Absatzpolitik und der

1) Im übrigen sei interessehalber darauf hingewiesen, daß die einschlägige US-Literatur von einer schematischen Aufteilung der betriebswirtschaftlichen Marktforschung nach obiger Regel meist absieht und statt dessen unter dem Begriff "market-research" sämtliche Verfahren zusammenfaßt, die für die Lösung auftretender "marketing"-Fragen theoretisch in Betracht kommen können, wie z.B. die "survey method", die "observational method" oder die "experimental method".

Demgegenüber versteht man dort unter "market analysis" die systematische Erforschung eines sachlich ungrenzten Marktbereiches unter Zuhilfenahme des gesamten, praktisch verwendbaren Instrumentariums.

Wegen näherer Einzelheiten über die Marktforschungsmethoden in den Vereinigten Staaten siehe Brown: a.a.O., S. 12 bzw. 85 ff.

Werbung bezog. Darüber hinaus wurde auch der Versuch unternommen, durch die Versendung von Fragebogen eine sog. "Primär-Erhebung" zu starten, doch blieben die Ergebnisse dieser "field-research" infolge der bedauerlichen Reserviertheit einiger Investment-Gesellschaften leider, meist stark hinter den in sie gesetzten Erwartungen zurück.

Abschließend sei an dieser Stelle nochmals ausdrücklich betont, daß die nachfolgenden Untersuchungen lediglich die betriebswirtschaftliche Problematik der Marktfaktoren einer Investment-Gesellschaft aufzeigen wollen, darüber hinaus jedoch keine weiteren Ziele verfolgen. Obwohl sie sich also infolge des speziellen Aufgabengebietes der Kapitalanlagegesellschaften und auf Grund deren Funktion als Sammelbanken für die Sparbeträge eines ständig wachsenden Anlegerkreises auch sehr viel mit nationalökonomischen Zusammenhängen befassen müssen, stehen hier nicht die volkswirtschaftlichen Auswirkungen des Investment-Gedankens zur Debatte, sondern einzig und allein die sich aus den Ergebnissen der Marktforschung herauschälenden Konsequenzen für die Geschäftspolitik der einzelnen Gesellschaften.

A. Der Beschaffungsmarkt und seine Probleme

Es wurde schon darauf hingewiesen, daß die betriebswirtschaftliche Marktforschung, welche sich hauptsächlich aus den Bedürfnissen absatzorientierter Großbetriebe entwickelt hat, hinsichtlich ihrer Terminologie stark auf Unternehmungstypen der Industrie und des Handels zugeschnitten ist und darüber hinaus stellenweise leider nicht ganz einheitlich gehandhabt wird.¹⁾ Hieraus ergeben sich natürlich gewisse Schwierigkeiten im Hinblick auf die Abgrenzung der betreffenden Marktbezirke bei den Investment-Gesellschaften, für welche die üblicherweise verwendeten Begriffe eine etwas andere Bedeutung haben als für die vorerwähnten Produk-

1) Vgl. z.B. die von L a d n e r: a.a.O., S. 33 geäußerten Bedenken gegen die Zweckmäßigkeit der durch S c h ä f e r: a.a.O., S. 10 eingeführten Aufteilung des Marktforschungsbereiches in einen Finanzmarkt, einen Beschaffungsmarkt und einen Absatzmarkt, welcher er sein eigenes, hiervon stark abweichendes Gliederungsschema gegenüberstellt.

tions- bzw. Distributionsbetriebe. Damit es nun infolge dieser Überschneidungen zu keinen Mißverständnissen kommen kann, muß zunächst einmal ein Versuch unternommen werden, eine klare und möglichst umfassende Definition für die Beschaffungsprobleme der Kapitalanlagegesellschaften zu finden.¹⁾

1. Die Aufgaben der Beschaffungsforschung

Bei der eingangs durchgeführten Begriffsabgrenzung zwischen der betriebswirtschaftlichen Marktforschung einerseits und der Absatzpolitik bzw. der Werbung andererseits wurde bereits die Feststellung getroffen, daß die erstgenannte ein wichtiges Hilfsmittel der Unternehmensleitung darstellt und als solches mitunter ganz wesentlich zur Erreichung des Betriebszweckes beitragen kann. Eine so allgemein gehaltene Umschreibung des Wirkungskreises der betriebswirtschaftlichen Marktforschung, durch welche lediglich auf ihre prinzipielle Bedeutung als Grundlage und Ausgangsbasis für die entsprechenden Maßnahmen der Geschäftspolitik hingewiesen werden sollte, genügt aber natürlich keineswegs zur Charakterisierung der konkreten Aufgaben, die ihr in der Praxis von Fall zu Fall erwachsen. Die im Beschaffungsmarkt einer Investment-Gesellschaft auftretenden Probleme lassen sich daher erst dann einer näheren Betrachtung unterziehen, wenn die obige Interpretation der betriebswirtschaftlichen Marktforschung in eine Fassung gebracht wird, die sich nicht mit einem mehr oder weniger unbestimmten Hinweis auf ihre generelle Zielsetzung begnügt, sondern statt dessen die spezifischen Funktionen der Beschaffungsforschung einer Kapitalanlagege-

- 1) Ein derartiges Abstecken des speziellen Aufgabengebietes einer bestimmten "market analysis" wird übrigens auch von verschiedenen Autoren dringendst empfohlen und mit dem Hinweis begründet, man könne schon allein deshalb nur sehr bedingt von generellen Aufgaben und Zielen der betriebswirtschaftlichen Marktforschung sprechen, weil die diversen Beschaffungs- bzw. Absatzprobleme der einzelnen Unternehmungen nicht nur branchenmäßig sehr verschieden sind, sondern auch fast bei allen Betrieben des gleichen Wirtschaftszweiges gewisse Besonderheiten aufweisen, die zwangsläufig eine entsprechende Schwerpunktverlagerung der jeweiligen Marktforschungstätigkeit zur Folge haben müssen.

Vgl. z.B. H o b a r t: a.a.O., S. 49, sowie B r o w n: a.a.O., S. 85 ff.

sellschaft in deutlicher Weise zum Ausdruck bringt. Dieser Umstand macht es aber erforderlich, nochmals kurz auf die Motive zurückzukommen, aus denen heraus sich der Investment-Gedanke entwickelt hat und zu seiner heutigen Bedeutung gelangt ist.

Wie zu dieser Frage im historischen Teil des einleitenden Kapitels bereits ausgeführt wurde, entstanden die ersten Investment-Gesellschaften aus dem Bedürfnis des Publikums nach einem gemeinsamen Vorgehen bei der Suche nach geeigneten Anlagemöglichkeiten für ihre Sparkapitalien. Kleine und mittlere Vermögensbesitzer, denen es sowohl an der nötigen Zeit als auch an den entsprechenden Kenntnissen mangelte, um die Verwaltung ihrer Gelder selbst in die Hand zu nehmen, vertrauten ihre Ersparnisse einer Investment-Gesellschaft an in der Erwartung, daß diese für eine sichere und gewinnbringende Anlage derselben Sorge tragen werde. Der typische Unternehmungszweck einer Investment-Gesellschaft besteht demnach also in der Ausfindigmachung geeigneter Investitionsobjekte und ihrer Zusammenstellung zu einem Fonds mit möglichst breiter Risikostreuung, sowie in einer sorgfältigen Verwaltung und Überwachung der im Portefeuille enthaltenen Anlagenbestände.¹⁾

Für das effektive Gelingen ihrer diesbezüglichen Bemühungen ist es aber von allergrößter Wichtigkeit, daß der Leitung einer Investment-Gesellschaft bei der Ausübung ihrer "Beschaffungsfunktion" keinerlei Dispositionsfehler unterlaufen, die das Ergebnis ihrer Arbeit in negativem Sinn beeinflussen. Die sachgemäße Auswahl der einzelnen "Beschaffungsobjekte" darf daher nicht allein dem bloßen Zufall überlassen bleiben, sondern hat in einer Weise zu erfolgen, die

1) Die Durchführung dieser Maßnahmen, insbesondere der Aufbau eines sog. "Wirkungsgesamts an Effekten mit maximaler Nutzungsleistung" wird von Seischab: a.a.O., S. 174 als "Produktionsprozeß im Kapitalwertsicherungsbetrieb" umschrieben. Meines Erachtens handelt es sich jedoch bei den von einer Investment-Gesellschaft zu bewältigenden Aufgaben nicht so sehr um einen Arbeitsvorgang, wie man ihn gewöhnlich unter dem Begriff "Produktion" versteht, sondern viel eher um eine ausgesprochene Dienstleistungstätigkeit, die allerdings - besonders wenn sie von entsprechendem Erfolg gekrönt ist - ohne Zweifel als "produktiv" bezeichnet werden muß.

nach menschlichem Ermessen den Eintritt des angestrebten Erfolges mit der höchstmöglichen Wahrscheinlichkeit sicherstellt. Dies setzt jedoch vor allen Dingen eine gründliche Kenntnis des jeweiligen "Beschaffungsmarktes" voraus, welche sich aber nur dadurch gewinnen läßt, daß man den betreffenden Marktbereich mit Hilfe einer entsprechenden Analyse eingehend durchleuchtet. Die wesentlichste Aufgabe der Beschaffungsforschung einer Investment-Gesellschaft besteht also darin, aus der Vielzahl der generell in Betracht kommenden Anlagemöglichkeiten diejenigen Objekte ausfindig zu machen, die sich im Hinblick auf die Erzielung eines optimalen Betriebsergebnisses für die Aufnahme in einen Investment-Fonds in besonderer Weise zu eignen scheinen.

2. Die Durchführung der Beschaffungsforschung

Bei der Beantwortung der Frage, ob eine bestimmte Anlage-möglichkeit als brauchbares Investment-Medium anzusehen ist oder nicht, kommt es natürlich vor allem auf die qualitativen Vorzüge an, die das betreffende Objekt auszeichnen und ihm gegenüber den anderen eine besondere Attraktivität verleihen.

Zwei der Eigenschaften, die hierbei eine wichtige Rolle spielen, wurden bereits mehrfach erwähnt: eine möglichst hohe Rentabilität einerseits und eine möglichst große Sicherheit andererseits. Nun handelt es sich aber bei diesen beiden Begriffen normalerweise um zwei grundverschiedene Dinge, die gewöhnlich sogar in einem reziproken Verhältnis zueinander stehen und sich deshalb nur sehr schwer auf einen gemeinsamen Nenner bringen lassen. Da jedoch ein Kapitalgeber aus naheliegenden Gründen weder auf das eine noch auf das andere verzichten möchte und die Investment-Gesellschaften den berechtigten Wünschen ihres Anlegerkreises möglichst weitgehend entgegenkommen müssen, gehört es mit zu den schwierigsten Problemen ihrer Beschaffungsforschung, dieses unerfreuliche Dilemma so gut es geht zu lösen und vorwiegend solchen Investitionsgelegenheiten nachzuspüren, die beiden Anforderungen in gleicher Weise entsprechen. Häufig genug wird es sich aber nicht vermeiden lassen, daß hierbei eine mehr oder weniger zufriedenstellende Kompromissformel angestrebt wer-

den muß, die gewissermaßen einen Mittelweg zwischen den beiden extremen Möglichkeiten darstellt und hinsichtlich der ausgewählten Anlageobjekte einen relativ guten Ertrag mit einem relativ großen Sicherheitsgrad vereinigt.

Eng verknüpft mit der Frage der Sicherheit einer Kapitalanlage und nicht minder wichtig als diese ist aber auch das Problem ihrer Wertbeständigkeit. Einem wirtschaftlich denkenden Vermögensbesitzer ist nämlich im allgemeinen nicht damit gedient, daß ihm die Bonität seiner Anlageobjekte die nominelle Erhaltung der investierten Kapitalien garantiert, sondern er legt - gewitzigt durch die trüben Erfahrungen der jüngsten Vergangenheit - verständlicherweise auch großes Gewicht auf eine möglichst wertbeständige Anlage seines Geldes. Für die Leitung einer Investment-Gesellschaft ergibt sich hieraus also die Konsequenz, bei der Zusammenstellung ihrer Fonds nach Möglichkeit nur solche Anlageobjekte zu berücksichtigen, die bei einer eventuellen Liquidation der Engagements kaufkraftmäßig mindestens noch den gleichen Realwert repräsentieren wie bei der seinerzeitigen Investition.¹⁾

Im Hinblick auf die gegebenenfalls vorzunehmende Liquidierung einer Vermögensanlage spielt jedoch nicht nur die Wertbeständigkeit des betreffenden Investitionsobjektes eine wichtige Rolle, sondern beinahe ebensosehr auch die Frage der raschen und reibungslosen Durchführbarkeit der hierzu erforderlichen Abwicklungsmaßnahmen. Für den häufig vorkommenden Fall nämlich, daß sich der Investment-Gesellschaft wider Erwarten eine besonders günstige Anlagemöglichkeit bietet, muß sie zwecks Wahrnehmung dieser Chance jederzeit in der Lage sein, sich durch die Vornahme der entsprechenden Vermögenstransaktionen von den weniger rentablen Teilen ihres Anlagenbestandes zu trennen, um mit dem Erlös dieser Umschichtungsmanöver die Anschaffung der lukrativeren Objekte finanzieren zu können. Darüber hinaus besteht natürlich

1) S e i s c h a b: a.a.O., S. 12 bzw. 35 f. bezeichnet das Streben nach einer materiellen Erhaltung der investierten Kapitalien als das oberste Ziel einer Investment-Gesellschaft und definiert diese Unternehmungen infolgedessen als sog. "Kapitalwertsicherungsbetriebe", deren "Produktionsprozeß" in der Schaffung eines dementsprechend ausgewählten "Werteaggregates" gipfelt.

für eine Investment-Gesellschaft immer die Gefahr, daß sie durch den plötzlichen Rücklauf einer größeren Anzahl der von ihr emittierten Zertifikate in die Verlegenheit kommt, an die Besitzer derselben den entsprechenden Gegenwert in bar auszahlen zu müssen.¹⁾ Nun braucht sie dies zwar - wie bereits erwähnt - satzungsgemäß erst dann zu tun, wenn sie die erforderlichen Liquidationsgeschäfte abgewickelt hat, so daß sie also praktisch an keine bestimmte Frist gebunden ist, im Interesse ihres guten Rufes und zur Vermeidung einer etwaigen Vertrauenskrise bei den übrigen Zertifikat-Inhabern wird sie aber natürlich ganz von selbst darauf bedacht sein müssen, daß ihr bei der Durchführung der notwendigen Verkaufsdispositionen keine Schwierigkeiten erwachsen und die jederzeitige Realisierbarkeit wenigstens des Großteils ihrer Anlagebestände unbedingt gewährleistet bleibt.²⁾

Doch auch dann, wenn sich die Veräußerung von Investitionsobjekten mit Hilfe ausreichender Barbestände in der Regel vermeiden läßt, ist es unbedingt erforderlich, daß die Investment-Gesellschaft den Gesamtwert ihres Anlagevermögens jederzeit in einwandfreier Weise ermitteln kann. Dieser bildet nämlich die Grundlage für die Berechnung des auf die einzelnen Zertifikate entfallenden Teilwertes und ist daher im Hinblick auf die Festsetzung des gerechten Rücknahmepreises eines einzulösenden Anteilscheines von ausschlaggebender Bedeutung. Das gleiche gilt natürlich auch für eine eventuelle Vergrößerung des Anlegerkreises und die dadurch bedingte Neuausgabe zusätzlicher Zertifikate, deren Emissionspreis sich ebenfalls möglichst genau errechnen lassen muß, um Benachteiligungen der neuen oder der alten Investment-Sparer zu vermeiden. Wird nämlich infolge einer falschen Bewertung des jeweiligen Gesamtvermögens der Preis

1) Vgl. hierzu die diesbezügliche Bestimmung in § 10, Abs. 2 des schon mehrfach zitierten Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften vom 16.4.1957

2) Das Streben nach einer möglichst großen Marktgängigkeit für die einzelnen Investitionsobjekte hängt also stark mit absatzpolitischen Motiven zusammen und ist demnach ein typisches Beispiel dafür, wie sehr sich bei einer Investment-Gesellschaft die Probleme der Beschaffungsfor- schung mit den Fragen der Absatzförderung bzw. der Wer- bung vermischen.

für die neuen Anteilscheine verhältnismäßig zu hoch angesetzt, so kommt dies natürlich in erster Linie den Besitzern der alten Zertifikate zugute, deren innerer Wert sich dadurch auf Kosten der anderen überdurchschnittlich erhöht. Bei einem zu niedrigen Ausgabepreis sind dagegen die Neuerwerber im Vorteil, weil sie auf diese Weise an den stillen Reserven der bisherigen Anlagewerte partizipieren. Handelt es sich jedoch um einen Rückkauf von Anteilscheinen, so liegen die Verhältnisse gerade umgekehrt, da bei einem zu hohen Einlösungsbetrag die verbleibenden Investment-Teilhaber geschädigt werden, während im anderen Fall die ausscheidenden Mitglieder der Anlagegemeinschaft ungerechtfertigte Verluste erleiden.¹⁾

Aber selbst wenn man von einer Vergrößerung bzw. Verkleinerung des Anlegerkreises absieht, bleibt das Problem der objektiven Wertermittlung bestehen, da die Mehrzahl der umlaufenden Zertifikate normalerweise nicht immer in den gleichen Händen bleibt, sondern ab und zu den Besitzer wechselt, wobei sich natürlich weder der Käufer noch der Verkäufer in irgendeiner Weise übervorteilen lassen möchte. Doch auch diejenigen Anteilschein-Inhaber, die sich nicht mit dem Gedanken tragen, ihre Zertifikate in absehbarer Zeit zu veräußern, sind gewöhnlich daran interessiert, über den Preis derselben laufend unterrichtet zu werden, damit sie sich auf alle Fälle ein Bild davon machen können, mit welchem Erlös sie gegebenenfalls zu rechnen haben. Im Hinblick auf eine sorgsame und unparteiische Pflege ihres Kundenkreises müssen die Investment-Gesellschaften deshalb bei der Auswahl der Vermögensanlagen darauf achten, daß sich der Wert derselben unter allen Umständen rasch und sicher feststellen läßt.

Andererseits dürfen sie jedoch - und zwar ebenfalls hauptsächlich aus absatzpolitischen Gründen - die Vornahme der entsprechenden Investitionen nicht allzu lange hinauszögern,

1) Bei der Ermittlung des jeweiligen Tageswertes von bestimmten Investment-Zertifikaten handelt es sich also im wesentlichen um die gleichen Probleme, die gewöhnlich auch anlässlich der Auflösung von Personalgesellschaften bzw. beim Austritt oder Eintritt einzelner Gesellschafter aufzutreten pflegen und mit der Bewertung des Geschäftsvermögens zusammenhängen.

sondern müssen ihre Kapitalien - vor allem natürlich die neu zufließenden - so schnell es geht in geeigneter Weise anlegen. Vermögensteile, die als Barbestände, Bankguthaben oder in ähnlicher Form als flüssige Gelder unterhalten werden, werfen ja bekanntlich entweder überhaupt keinen oder aber nur einen ganz minimalen Ertrag ab und bilden daher für Investment-Gesellschaften in gewissem Sinn sogar eine unsichtbare Verlustquelle. Gelingt es diesen nämlich nicht, für ihre liquiden Mittel umgehend eine passende Anlagemöglichkeit zu finden, so erleiden sie dadurch zwangsläufig mehr oder weniger große Einnahmeausfälle, die sich als sog. "entgangene Gewinne" auf den jeweiligen Gesamtertrag des betreffenden Anlage-Fonds auswirken und letzten Endes also die Rendite der einzelnen Investment-Zertifikate in nachteiliger Weise beeinflussen. Um daher ein unnützes Brachliegen freigewordener bzw. neu bereitgestellter Anlagekapitalien nach Möglichkeit zu vermeiden, hat die Geschäftsleitung einer Investment-Gesellschaft durch eine entsprechende Marktforschungstätigkeit vorsorglich nach solchen Anlageobjekten Ausschau zu halten, die sich jederzeit mühelos beschaffen lassen.

Die Höhe der turnusmäßigen Ausschüttungen einer Kapitalanlagegesellschaft auf die von ihr in Umlauf gesetzten Anteilscheine hängt aber nicht allein von den Gesamteinnahmen des betreffenden Investment-Fonds ab, sondern im gleichen Maße auch von der Summe der im jeweiligen Zeitraum insgesamt angefallenen Verwaltungskosten. Damit nun der für die Effektivverzinsung eines Zertifikates allein maßgebende Nettoertrag, den die Investment-Sparer daher mit Recht als das wichtigste Kriterium einer erfolgreichen Geschäftspolitik ihrer Kapitalanlagegesellschaft betrachten, durch den Abzug der verschiedenen Unkostenbeträge nicht allzu sehr geschmälert wird und einen genügend starken Anreiz für den Erwerb von Investment-Zertifikaten bildet, müssen die einzelnen Anlageobjekte so beschaffen sein, daß durch ihren Ankauf, ihren eventuellen Verkauf und auch durch ihre laufende Überwachung kein übermäßiger Aufwand entsteht, der den ursprünglich erwirtschafteten Bruttoertrag zum größten Teil wieder kompensiert.

Zusammenfassend läßt sich also sagen, daß bei der Durchführung der Beschaffungsforschung im wesentlichen auf folgende Gesichtspunkte zu achten ist:

1. Im Hinblick auf die Schaffung günstiger Startbedingungen müssen die einzelnen Anlageobjekte eine möglichst hohe Rentabilität aufweisen.
2. Im Hinblick auf die Erhaltung des nominellen Kapitalwertes müssen die einzelnen Anlageobjekte eine möglichst große Sicherheit garantieren.
3. Im Hinblick auf die Vermeidung materieller Substanzeinbußen müssen die einzelnen Anlageobjekte eine möglichst feste Wertbeständigkeit gewährleisten.
4. Im Hinblick auf die Durchführung rascher Liquidierungsmaßnahmen müssen die einzelnen Anlageobjekte eine möglichst gute Marktgängigkeit besitzen.
5. Im Hinblick auf die Vornahme unverzüglicher Neuanschaffungen müssen die einzelnen Anlageobjekte eine möglichst konstante Investitionsgelegenheit bieten.
6. Im Hinblick auf die Wichtigkeit einer gerechten Preisfestsetzung müssen die einzelnen Anlageobjekte eine möglichst genaue Wertermittlung gestatten.
7. Im Hinblick auf die Erzielung einer angemessenen Nettoverzinsung müssen die einzelnen Anlageobjekte eine möglichst rationelle Verwaltung ermöglichen.

Natürlich wird sich in der Praxis kaum eine Vermögensanlage finden lassen, die sämtlichen der soeben erläuterten Anforderungen in gleicher Weise entspricht. Wenn das nämlich der Fall wäre und es eine derartige ideale Investitionsmöglichkeit tatsächlich gäbe, dann würden sich ja besondere Anlagegemeinschaften nach Art der heutigen Investment-Gesellschaften weitgehend erübrigen, weil jeder einzelne Sparer - sofern er nur über die nötigen Mittel verfügt - die betreffende Gelegenheit ohne weiteres für sich allein ausnützen könnte. Solange aber praktisch jede Investition gewisse Risiken in sich birgt, muß es dem Geschick und den Fähigkeiten der Kapitalanlagegesellschaften überlassen bleiben, durch die Zusammenstellung eines sorgfältig ausgewählten Investment-Fonds eine gewissermaßen "synthetische" Anlagemöglichkeit zu schaffen, welche sich hinsichtlich ihrer Wirkungen - als Ganzes betrachtet und unter der Voraussetzung, daß bei ihrer Bildung

alle wesentlichen Faktoren in ausreichendem Maße berücksichtigt werden - dem oben gezeichneten Bild eines in jeder Beziehung vollkommenen Investitionsobjektes verhältnismäßig immer noch am besten anpassen dürfte.¹⁾

a) Die Analyse der Beschaffungsobjekte

Nach dieser einleitend vorgenommenen, theoretisch-abstrakten Erörterung der Frage, welche spezifischen Bedingungen eine als Investment-Objekt gedachte Vermögensanlage grundsätzlich zu erfüllen hat, erhebt sich nunmehr das nicht minder wichtige Problem, durch eine konkrete Untersuchung des in Frage kommenden Beschaffungsmarktes die realiter zur Verfügung stehenden Anlagemöglichkeiten daraufhin zu analysieren, inwieweit sie auf Grund ihrer besonderen Eigenschaften für die Aufnahme in einen Investment-Fonds praktisch in Betracht gezogen werden können.

Vergegenwärtigt man sich zu diesem Zweck nochmals die für eine sachgemäße Anlagenauswahl aufgestellten Richtlinien und vergleicht diese sodann mit den diversen Vorzügen der effektiv greifbaren Investitionsobjekte, so kommt man zweifellos zu dem Ergebnis, daß in erster Linie an die börsenmäßig gehandelten Wertpapierarten zu denken ist, wenn sich die Frage nach einem geeigneten Investment-Medium erhebt. Im Gegensatz zu den meisten anderen Vermögensanlagen lassen sich diese nämlich infolge ihrer Börsenfähigkeit nicht nur verhältnismäßig leicht beschaffen und ebenso leicht wieder veräußern, sondern auch ohne nennenswerte Schwierigkeiten relativ billig verwalten bzw. verwahren. Darüber hinaus sind sie - besonders wenn es sich um amtlich notierte Papiere handelt - stets einwandfrei bewertbar und erfüllen daher in technischer Hinsicht alle Voraussetzungen einer soliden Kapitalanlage. Im Hinblick auf die materiellen Erfordernisse eines brauchbaren Investitionsobjektes, vor allem soweit sie die Rentabilität und die Wertbeständigkeit desselben betreffen, bestehen jedoch zwischen den verschiedenen Effek-

1) Vgl. auch die entsprechenden Ausführungen von S e i - s c h a b: a.a.O., S. 37, der jedoch nur fünf Eigenschaften eines sog. "ideal investment" aufzählt.

tengattungen teilweise recht erhebliche Unterschiede, auf die nun im folgenden kurz eingegangen werden muß, da sie für die Beurteilung ihrer Verwendbarkeit als Anlageobjekt einer Investment-Gesellschaft von ausschlaggebender Bedeutung sind.¹⁾

Aus historischen Gründen seien dabei zunächst die in diesem Zusammenhang maßgebenden Eigenschaften der sog. "festverzinslichen Wertpapiere" erläutert, aus denen sich ja - wie schon in der Einleitung erwähnt wurde - die Fonds der ersten Investment Trusts in der Regel zusammensetzten und deren Wesen bekanntlich darin besteht, daß sie dem jeweiligen Inhaber derselben nicht nur einen klagbaren Anspruch auf die vereinbarungsgemäße Rückzahlung einer bestimmten Geldsumme einräumen, sondern ihm darüber hinaus auch noch die laufende Verzinsung dieses Betrages garantieren. Sofern es also nicht infolge der mangelhaften Bonität eines Emittenten oder aus irgendwelchen außerwirtschaftlichen, insbesondere politischen Gründen zu unvorhergesehenen Vermögensverlusten kommt, kann die nominelle Erhaltung der in Obligationen, Schuldverschreibungen, Anleihen oder ähnlichen Titeln angelegten Kapitalien als gesichert gelten und außerdem mit der Erzielung einer gleichbleibenden, im voraus festliegenden Rendite gerechnet werden.

Die Wertbeständigkeit einer derartigen Vermögensanlage ist dagegen nur dann gewährleistet, wenn sich während der Laufzeit des Schuldverhältnisses, auf dem die Ausgabe der betreffenden Effekten beruht, die volkswirtschaftlich wichtigen Preisrelationen nicht wesentlich verschieben und die Kaufkraft des Geldes stabil bleibt. Trifft dies jedoch nicht zu und kommt es z.B. im Laufe der Zeit zu einem allmählichen Währungszerfall, so sinkt natürlich - bedingt durch die nominelle Gebundenheit eines Gläubigerpapiere - dessen Real-

1) Hierbei wird allerdings von einer systematischen Stellungnahme zu den wirtschaftlichen, börsentechnischen und juristischen Grundlagen des modernen Effektenwesens, die den Gegenstand zahlreicher wissenschaftlicher Abhandlungen bilden und daher als bekannt vorausgesetzt werden können, weitgehend Abstand genommen und statt dessen wegen der näheren Einzelheiten hierüber auf die einschlägige Fachliteratur verwiesen.

Siehe insbesondere O b s t - H i n t n e r: a.a.O., S. 565 ff., sowie H u e c k: a.a.O., S. 12 ff.

wert in gleichem Maße, wie sich infolge des steigenden Preisniveaus die definitive Kaufkraft der jeweiligen Geldeinheit verschlechtert. Dieser währungsbedingte Entwertungsprozeß schmälert aber nicht nur die Substanz einer geldwertempfindlichen Vermögensanlage, sondern ebensosehr auch ihren Ertrag, dessen seinerzeit festgesetzte Höhe - nominell gesehen - zwar unverändert bleibt, dessen Realwert kaufkraftmäßig aber den gleichen Gesetzmäßigkeiten unterliegt wie der des dazugehörigen Investitionsobjektes.¹⁾

Ferner ist zu berücksichtigen, daß es im Verlauf einer inflationistischen Währungsentwicklung erfahrungsgemäß - und in Anbetracht der soeben geschilderten Sachlage auch durchaus verständlich - zu einer massierten Flucht in alle möglichen Sachwerte kommt, die sich börsentechnisch in einem mehr oder weniger starken Absinken des Obligationenkurses niederschlägt und den effektiven Verlust eines Anleihebesitzers nochmals beträchtlich vergrößert. Welche Ausmaße dieser in extremen Fällen manchmal annehmen kann, hat das im Zusammen-

-
- 1) Die betrüblichen Auswirkungen dieser Tatsache machten sich vor allem in den Jahren der ersten deutschen Nachkriegsinflation in unangenehmster Weise bemerkbar und führten schließlich dazu, daß ab 1923 sog. "Goldpfandbriefe" ausgegeben werden mußten, bei denen die fälligen Zins- und Tilgungsleistungen an den Feingoldpreis eines bestimmten Stichtages gebunden waren, um den Erwerbern dieser Effekten einen gewissen Schutz vor weiteren Währungsverlusten zu bieten. Andere Gläubigerpapiere basierten auf dem jeweiligen Roggen-, Weizen-, Kohle- oder Kalipreis, verloren aber nach der Stabilisierung der Mark ihre Bedeutung und wurden später wieder abgeschafft. Heute sind Valuta-, Gold- und andere Wertsicherungsklauseln gemäß § 3 des Währungsgesetzes ausdrücklich verboten, so daß also entsprechend ausgestattete Gläubigerpapiere in der Bundesrepublik z.Zt. nicht emittiert werden dürfen.

Zulässig sind dagegen gemäß § 174 AktG sog. "Gewinnschuldverschreibungen", die dem Inhaber derselben eine bestimmte Mindestverzinsung garantieren und ihm außerdem eine angemessene Beteiligung am jeweiligen Reingewinn der betreffenden Gesellschaft einräumen. Dieser Umstand ändert aber nichts an der Tatsache, daß auch die Gewinnobligationen einen rein schuldrechtlichen Charakter tragen und infolgedessen hinsichtlich ihres Realwertes den gleichen Gefahren ausgesetzt sind wie die übrigen Gläubigerpapiere.

Vgl. auch O b s t - H i n t n e r: a.a.O., 570 bzw. 578, sowie D ü r k e s: a.a.O., S. 8 ff.

menhang mit der Währungsreform des Jahres 1948 erlassene Umstellungsgesetz, welches für die Inhaber deutscher Gläubigerpapiere zweifellos eine schwere Härte darstellte, in augenfälliger Weise demonstriert, so daß sich weitere Ausführungen hierüber wohl erübrigen dürften.¹⁾ Abschließend sei jedoch noch darauf hingewiesen, daß neuerdings auch diejenigen Länder, die von derartigen Katastrophen weitgehend verschont geblieben sind und sich durch eine verhältnismäßig konstante Entwicklung ihres Wirtschaftslebens auszeichnen, wie z.B. die Schweiz, unter einem allmählichen Kaufkraftschwund ihrer Währung leiden, der eine Vermögensanlage in festverzinslichen Werten auf die Dauer als sehr problematisch erscheinen läßt und daher nicht wenig zu der überraschend schnellen Verbreitung neuer Anlageformen, wie etwa der Immobilien-Fonds, beigetragen haben dürfte.²⁾

Während sich also die Obligationenanlage in Zeiten, die durch das Vorherrschen inflationärer Tendenzen gekennzeichnet sind,

- 1) Vgl. insbesondere § 22 des oben genannten Gesetzes, der für sämtliche Gläubigerpapiere inländischer Emittenten ein Umstellungsverhältnis von 10 RM : 1 DM vorschrieb.
- 2) Aus der nachfolgend wiedergegebenen Zusammenstellung, deren Zahlenangaben einem Werbeprospekt der bereits erwähnten "AG für Fondsverwaltung Zug" entnommen wurden, läßt sich z.B. der beträchtliche Ertragsrückgang ablesen, den ein Besitzer von schweizerischen Bundesobligationen infolge der sinkenden Bruttoverzinsung, der steigenden Steuerbelastung und der schleichenden Geldentwertung in der Zeit von 1914 - 1955 hinnehmen mußte:

Jahr	Brutto rendite	Steuer- belastung	Netto- rendite	Kaufkraft	kaufkraft- bezogener Reinertrag
	x)	xx)	x)	xxx)	x)
1914	4,25	10,00	3,80	100	3,80
1938	3,25	25,00	2,40	73	1,80
1955	3,00	28,30	2,15	42	0,90

x) = in % des Nominalwertes
 xx) = in % der Bruttorendite
 xxx) = 1914=100

im Hinblick auf eine materielle Erhaltung der investierten Kapitalien als äußerst ungünstig erweist, weil das Zusammenwirken der soeben erläuterten Faktoren in der Regel zu kumulativen Wertminderungen führt, ist sie natürlich immer dann besonders vorteilhaft, wenn sich in der Wirtschaft Anzeichen einer deflationistischen Währungsentwicklung bemerkbar machen. In diesem Fall steigt nämlich infolge der zunehmenden Kaufkraft des Geldes einerseits und des gleichbleibenden Rückzahlungs- bzw. Zinsanspruches andererseits sowohl der Substanzwert einer derartigen Vermögensanlage als auch der Realwert ihres Ertrages, was im weiteren Verlauf der Depression schließlich auch zu einem verstärkten Anziehen des betreffenden Börsenkurses führen muß, der den erzielten Wertzuwachs nochmals entsprechend erhöht. Während aber eine massive Inflation den Kurswert eines festverzinslichen Wertpapiers praktisch bis auf den Nullpunkt herunterdrücken kann, werden sich die durch eine deflationäre Wirtschaftskrise ausgelösten Kurssteigerungen dieses Effektentyps immer in gewissen Grenzen halten, da nämlich die nominelle Gebundenheit eines Gläubigerpapiers in Verbindung mit der Möglichkeit seiner Kündigung, Auslosung oder planmäßigen Tilgung eine allzu weite Entfernung des jeweiligen Kursstandes von der pari-Grenze im allgemeinen nicht gestatten wird. Zusammenfassend läßt sich daher sagen, daß die konjunkturell bedingten Kurschancen eines festverzinslichen Wertpapiers bei weitem nicht so groß sind wie das entsprechende Kursrisiko, weshalb sich auch die immer wieder auftretenden Kaufkraftschwankungen des Geldes viel eher zum Nachteil einer Obligationenanlage auswirken können als zu ihrem Vorteil.¹⁾

Einen weiteren, aus dem nationalökonomischen Bereich herüberwirkenden Einflußfaktor, der die Kursentwicklung der Rentenwerte maßgebend bestimmt, bildet bekanntlich das allgemeine Zinsniveau des Geld- bzw. Kapitalmarktes einer Volkswirtschaft. Unter der Voraussetzung nämlich, daß sich die Währungsverhältnisse eines Wirtschaftsraumes nicht wesentlich ändern und der gleichbleibende Realwert des Geldes eine Vermögensanlage in Gläubigerpapieren kaufkraftmäßig weder begünstigt noch benachteiligt, richtet sich die im jeweiligen

1) Vgl. auch Q u i t t n e r: a.a.O., S. 39 ff.

Börsenkurs zum Ausdruck kommende Bewertung der festverzinslichen Effekten in erster Linie nach dem definitiven Nettoertrag, den sie im Vergleich zu den übrigen Investitionsobjekten abwerfen.¹⁾ Steigt nun aber z.B. der durchschnittliche Landeszinsfuß um einen bestimmten Prozentsatz an, während die Effektivrendite der verschiedenen Schuldverschreibungsarten vorerst gleichbleibt, so können dadurch andere Investitionsmöglichkeiten attraktiver werden als bisher und die Obligationenanlage rentabilitätsmäßig weit überflügeln. Das löst dann natürlich entsprechende Umdispositionen der einzelnen Kapitalmarktinteressenten aus, die ein mehr oder weniger starkes Nachgeben des Rentenurses zur Folge haben und gewöhnlich so lange fortgesetzt werden, bis sich dieser auf einem Stand eingespielt hat, der eine Vermögensanlage in Gläubigerpapieren wieder als vorteilhaft erscheinen läßt.

Umgekehrt bewirkt manchmal schon ein relativ unbedeutendes Absinken der Bankrate eine spürbare Belebung auf dem Rentenmarkt, die bei den gängigsten Standardwerten zu ganz beachtlichen Kurssteigerungen führen kann und in der Regel erst dann zum Stillstand kommt, wenn die erhöhten Notierungen den Rentabilitätsvorsprung der betreffenden Papiere wieder ausgeglichen haben.²⁾ Nachdem sich aber die sukzessiven Veränderungen des Kapitalmarktzinses normalerweise in verhältnis-

1) Bei einer vergleichenden Gegenüberstellung der einzelnen Anlagemöglichkeiten sind zwar - wie bereits ausführlich geschildert wurde - auch noch verschiedene andere Gesichtspunkte zu beachten, im Interesse einer vereinfachten Darstellung sollen sie hier jedoch einmal unberücksichtigt bleiben.

2) So verursachte z.B. die von der neuen deutschen Notenbank beschlossene und am 19. September 1957 in Kraft getretene Diskontsenkung von 4,5 auf 4 % an fast allen Börsen des Bundesgebietes ein kräftiges Anziehen zahlreicher Anleihewerte, von dem insbesondere die hochverzinslichen Industrie-Obligationen und die steuerfreien Pfandbrief-Serien, die in den folgenden Tagen durchwegs einige Punkte gewannen, am meisten profitierten. Als dann kurz darauf die Bank von England ihren Diskontsatz um volle 2 % erhöhte, kam es zwar vorübergehend wieder zu einem leichten Abbröckeln der Kurse, weil die dadurch hervorgerufenen Glatstellungen des Auslands die innerdeutsche Nachfrage teilweise übertrafen, doch setzte sich die freundliche Grundtendenz binnen kurzem erneut durch und griff später sogar auch auf die übrigen Rentenwerte über.

Vgl. z.B. die Börsenberichte des "Industriekurier" vom 21. bzw. 28. September 1957.

mäßig engen Grenzen halten, weil ja die Höhe des offiziellen Diskontsatzes nicht sprunghaft zu wechseln pflegt, sondern von der betreffenden Notenbank laufend der jeweiligen Wirtschaftslage angepaßt wird, nehmen auch die dementsprechenden Kursreaktionen der Gläubigerpapiere meist keine allzu großen Ausmaße an, so daß es also infolge der volkswirtschaftlich bedingten Zinssatzschwankungen im allgemeinen zu keinen tiefgreifenden Umwälzungen im Kursgefüge des Rentenmarktes kommt.¹⁾

Im ganzen gesehen verkörpern die Gläubigerpapiere daher eine Investitionsmöglichkeit, die zu den vielfältigen Einflüssen des Wirtschaftslebens börsentechnisch eine überwiegend passive Stellung einnimmt, da ihre juristisch-ökonomische Grundkonzeption lediglich auf ein konservierendes Erhalten, nicht aber auf ein dynamisches Vermehren ausgerichtet ist. Demgegenüber zeichnen sich die sog. "Teilhaberpapiere", im wesentlichen also die Aktien und die Kuxe, gerade dadurch aus, daß sie auf Grund ihres sachenrechtlichen Charakters nicht nur eine größere Gewähr für die materielle Erhaltung der investierten Vermögensteile bieten, sondern darüber hinaus - frei von jeder nominellen Gebundenheit - die Akkumulierung eines zusätzlichen Kapitalwertes ermöglichen. Die Chance dieses eventuellen Wertzuwachses - in der anglo-amerikanischen Literatur meist als "capital appreciation" bezeichnet - eröffnet sich ihnen dabei vor allem deshalb, weil sie ihrem Wesen nach eine quotenmäßige Beteiligung am jeweiligen Substanzwert eines bestimmten Unternehmens repräsentieren und infolgedessen auch an jeder Vermehrung desselben prozentual teilnehmen müssen.²⁾

- 1) Dagegen können sich natürlich - aus welchem Anlaß, das sei vorerst dahingestellt - die Kurse einzelner Obligationen nach der einen oder anderen Richtung hin gegeneinander verschieben, wodurch es sich dann möglicherweise empfiehlt, aus Rentabilitätsgründen entsprechende Austauschoperationen vorzunehmen. Die Aufgabe, diese Veränderungen laufend im Auge zu behalten, ist aber nicht mehr Sache der Marktanalyse, sondern fällt bereits in das Gebiet der Marktbeobachtung und soll daher erst an späterer Stelle gewürdigt werden.
- 2) Selbst wenn die einzelnen Aktienurkunden, wie es z.B. in Deutschland durch § 6, Abs. 2 AktG zwingend vorgeschrieben ist, den Aufdruck eines bestimmten Nennwertes tragen, verbriefen sie daher - und zwar sowohl vom juristischen als auch vom wirtschaftlichen Standpunkt aus - immer nur einen bruchteilmäßigen Anteilsanspruch und kein betragsmäßig festliegendes Forderungsrecht.

Im Gegensatz zu den festverzinslichen Werten, die infolge ihrer schuldrechtlichen Ausstattung als sog. "Gläubigerpapiere" zwar von jeder bonitätsmäßigen Verschlechterung des betreffenden Emittenten kursmäßig mehr oder weniger stark in Mitleidenschaft gezogen werden können, von einer etwaigen Verbesserung seiner wirtschaftlichen Situation aber nur insoweit profitieren, als dadurch die termingerechte und vollständige Rückzahlung ihrer nominellen Kapitalforderung gesicherter erscheint als bisher, kommt also den Aktien bzw. Kuxen auf Grund ihres vorerwähnten Beteiligungscharakters jede noch so kleine Erhöhung des Gesellschafts- bzw. Gewerkschaftsvermögens, sei sie nun materieller oder immaterieller Art, bilanziell als solche erkennbar oder nicht auf jeden Fall stets in voller Höhe zugute. Andererseits tragen sie aber natürlich auch das uneingeschränkte Risiko etwaiger Substanzverluste, so daß also der jeweilige Wert ihres quotalen Vermögensanspruches sowohl im positiven wie im negativen Sinn auf das engste mit dem wirtschaftlichen Schicksal der betreffenden Unternehmung verkoppelt ist. Während nun aber weder dem leistungsabhängigen noch dem konjunkturell bedingten Aufschwung einer Betriebswirtschaft auf die Dauer gesehen irgendwelche Grenzen gesetzt sind, weshalb sich auch der kontinuierliche Wertzuwachs einer Aktie praktisch ins Endlose hinein fortsetzen kann, wurde umgekehrt die vermögensrechtliche Haftung der Mitglieder einer Kapitalgesellschaft vom Gesetzgeber auf die ursprüngliche Höhe ihrer anteilmäßigen Beteiligung beschränkt, woraus folgt, daß sie schlimmstenfalls nur das verlieren können, was sie bei ihrem Eintritt in den Gesellschafterkreis freiwillig aufs Spiel gesetzt haben.¹⁾

Diese unmittelbare Verknüpfung der Teilhaberpapiere mit der Vielzahl der betriebstechnischen und konjunkturellen Risiken eines Unternehmens muß sich natürlich auch in entsprechender

- 1) Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, daß die Inhaber nicht voll eingezahlter Aktien, wie sie namentlich von Versicherungs- und Treuhandgesellschaften des öfteren ausgegeben werden, jederzeit mit der Anforderung des noch offen stehenden Restbetrages zu rechnen haben, während für die Anteile an bergrechtlichen Gewerkschaften sogar eine gesetzliche Nachschußpflicht besteht, von deren Leistung sich allerdings der Besitzer eines derartigen Kuxes durch die Aufgabe seines bisherigen Eigentumsanspruches rechtswirksam befreien kann.

Form in der Entwicklung ihres Börsenkurses widerspiegeln, der auf Grund dieses Sachverhaltes in der Regel weitaus größeren Schwankungen unterworfen ist als der Kurs der betriebspolitisch ziemlich neutralen Rentenwerte. Während sich nämlich letzterer normalerweise meist in der Nähe der pari-Grenze zu halten pflegt und nur in den bereits erwähnten Ausnahmefällen nach unten zu relativ weit, nach oben hin jedoch nur sehr geringfügig ausschlagen wird, kommt das substanzgebundene Wesen der Aktienwerte börsentechnisch gewöhnlich dadurch zum Ausdruck, daß ihre Kurse unter Umständen zwar ebenfalls bis auf den Nullpunkt absinken können, hinsichtlich ihrer Aufwärtsentwicklung aber an keinen absoluten Höchststand gebunden sind.¹⁾

Obwohl also der Kurswert einer Aktie infolge ihrer starken Sachbezogenheit praktisch unbeschränkt steigen kann, wird es erfahrungsgemäß - und zwar nicht nur bei einem bestimmten Einzelfall, sondern vor allem auch im Hinblick auf das gesamte Aktienkursniveau - immer wieder zu einem mehr oder weniger heftigen Rückschlag kommen, weil die verschiedenartigen, oft mehrfach miteinander verbundenen Faktoren, die den Ablauf des

- 1) Demgegenüber ist die weitgehende Unabhängigkeit der Gläubigerpapiere von den positiven bzw. negativen Auswirkungen der Unternehmungspolitik vor allem darauf zurückzuführen, daß die laufenden Veränderungen des betrieblichen Gesamtvermögens ihren jeweiligen Sicherheitsgrad meist so lange nicht wesentlich beeinflussen, so lange die betreffende Gesellschaft am Ende ihrer Geschäftsjahre eine ausgeglichene Bilanz veröffentlicht und über ausreichende Barmittel verfügt, um den Zins- und Tilgungsdienst in vollem Umfang aufrechterhalten zu können.

Erst wenn die Bonität des Unternehmens zu leiden beginnt und die dauernden Substanzverluste die Gefahr einer materiellen Unterbilanz heraufbeschwören, kommt es in der Regel ziemlich rasch zu einem spürbaren Absinken des Obligationenkurses, wohingegen die Aktien dieser Gesellschaft meist schon viel früher eine fallende Tendenz aufweisen und bereits abzubröckeln drohen, wenn noch nicht einmal ein rein formeller Verlustvortrag ausgewiesen wird, sondern lediglich die Rücklagen der Gesellschaft offensichtlich stark abnehmen.

Im umgekehrten Fall, d.h. also nach der geglückten Konsolidierung eines Unternehmens, pflegen sich zwar die Aktien der betreffenden Gesellschaft im allgemeinen erst etwas später zu erholen als ihre Obligationen, werden sie aber kursmäßig gewöhnlich wieder überflügeln, sobald das Unternehmen seine früheren Verluste voll aufgeholt hat und einem neuen Aufschwung entgegengeht.

Vgl. hierzu auch E g g e r: a.a.O., S. 66 bzw. 89 ff.
sowie M e i t h n e r: a.a.O., S. 103 f.

Wirtschaftslebens maßgebend bestimmen, gewöhnlich nicht ununterbrochen mit der gleichen Intensität wirksam sind, sondern von Zeit zu Zeit ausfallen und durch andere ersetzt werden, deren veränderter Einfluß die Kursentwicklung der Teilhaberpapiere möglicherweise in eine ganz andere Richtung lenkt. Auf die Dauer gesehen verursacht daher das beständige Wechselspiel der vielschichtigen ökonomischen Kräfte ein fortwährendes Steigen und Fallen des allgemeinen Aktienindex, in welchem die qualitativen und quantitativen Strukturwandlungen eines Wirtschaftsraumes börsentechnisch ihren Niederschlag finden und auf die kontinuierlichen Umschichtungsprozesse hindeuten, die sich laufend im Einflußbereich einer Volkswirtschaft abspielen.¹⁾

Die praktische Konsequenz, die sich hieraus für die Beurteilung der Teilhaberpapiere ergibt, führt also - was ihre Wertbeständigkeit anbelangt - zu dem Schluß, daß die sachenrechtliche Natur der Aktien und Kuxe im Hinblick auf ihre kursgestaltende Wirkung nicht immer als ein unbedingter Vorteil zu betrachten ist, weil sie ebenso leicht in das Gegenteil umschlagen kann, wenn ein allgemeiner Wirtschaftsaufschwung aus irgend einem Grund plötzlich von einer längeren Niedergangsperiode abgelöst wird. Während sie nämlich einerseits die Teilhaberpapiere an den konjunkturell bedingten Wertsteigerungen einer expansiven Volkswirtschaft anteilmäßig beteiligt und sie gleichzeitig vor den destruktiven Folgen einer inflationistischen Währungsverschlechterung schützt, erweist sie sich im Falle einer deflationistischen Wirtschaftsentwicklung zweifellos als ein ausgesprochener Nachteil, da die steigende Kaufkraft des Geldes zwangsläufig einen konstanten Druck auf den Substanzwert aller Sachanlagen ausüben muß. Darüber

1) Worauf diese allmählichen Gewichtsverlagerungen im einzelnen zurückzuführen sind und welcher besondere Anlaß den sog. "Konjunkturzyklus" letzten Endes auslöst, ist bekanntlich noch sehr umstritten, braucht hier jedoch nicht weiter untersucht zu werden, da sich die Analyse des Investment-Beschaffungsmarktes vor allem mit den Auswirkungen dieser Erscheinung befassen muß, nicht aber mit ihren Ursachen.

Demgegenüber wird man bei der laufenden Beobachtung der Investitionsobjekte in der Regel zwar ebenfalls keine direkte Konjunkturforschung zu betreiben brauchen, im Interesse einer umfassenden Anlagenerhaltung aber auf alle Symptome achten müssen, die erfahrungsgemäß eine baldige Änderung der augenblicklichen Wirtschaftslage erwarten lassen.

hinaus verursacht das für eine Depression charakteristische Absinken des Produktionsvolumens infolge der dadurch hervorgerufenen Umsatzschrumpfung meist auch noch einen mehr oder weniger großen Kapazitätsüberhang, der seinerseits wieder zu entsprechenden Betriebseinschränkungen führt, damit aber den momentanen Gebrauchswert des Industriepotentials verringert und den effektiven Verlust der Aktionäre nochmals beträchtlich erhöht. Wie jedoch ein Blick in die Vergangenheit zeigt, konnte das dynamische Element der Wirtschaft bisher selbst die schlimmsten Misereen erfolgreich überwinden, so daß sich die Teilhaberpapiere trotz ihrer Krisenempfindlichkeit langfristig gesehen stets als brauchbare Anlagewerte erwiesen.¹⁾

- 1) Als z.B. wenige Jahre nach dem ersten Weltkrieg in den Vereinigten Staaten eine riesige Spekulationswelle einsetzte, die schließlich zu dem berühmten Börsenkrach von 1929 führte, versuchte E. T. Smith in einer Untersuchung über "Common Stocks as long term investments" den Nachweis zu führen, daß Obligationen ("bonds") auf die Dauer eine bessere Kapitalanlage ("investment") darstellen als Aktien ("common stocks"). In insgesamt 11 Versuchsreihen ("tests"), die sich über verschiedene Perioden der us-amerikanischen Wirtschaftsgeschichte erstreckten, ermittelte er die Rendite ("yield") und den Wertzuwachs ("capital appreciation") eines aus Obligationen bzw. Aktien zusammengesetzten Vermögens von je 10.000,- \$, kam jedoch beim Vergleichen des jeweiligen Gesamtertrages zu einem Ergebnis, das wider Erwarten ganz eindeutig zu Gunsten der Aktienanlage ausfiel. (Vgl. auch Hü g i: a.a.O., S. 67 ff.)

Für Deutschland braucht diese Tatsache wohl nicht mehr eigens bewiesen zu werden, seitdem die DM-Umstellungs-Bilanzen der meisten Kapitalgesellschaften den Obligationenbesitzern die Vorteile einer substanzbezogenen Vermögensanlage deutlich genug vor Augen geführt haben und das sog. "Wirtschaftswunder" den Aktienindex innerhalb von knapp sechs Jahren (1950 - 1955) von rund 55 auf etwa 195 Punkte hinaufschnellen ließ. (Vgl. dazu auch S c h r e m p f: a.a.O., S. 164 ff. und das dort wiedergegebene Beispiel für den Wertzuwachs einer Industrie-Aktie von 1932 - 1955)

Der vom gleichen Autor a.a.O., S. 123 f. zum Ausdruck gebrachten Meinung, in einer von Krieg und Kriegsfolgen verschonten Friedenswirtschaft müßten sich die Gläubigerpapiere als geeignetste Anlageobjekte erweisen, kann hier jedoch nicht zugestimmt werden, da die allgemeine Erfahrung zeigt, daß heutzutage anscheinend kein Staat mehr bereit ist, unter Verzicht auf eine autonome Konjunkturpolitik einzig und allein die Kaufkrafterhaltung der Währung in den Mittelpunkt seines Wirtschaftsprogrammes zu stellen. Höchstwahrscheinlich werden daher selbst in einer friedvolleren Zukunft die von einer konstanten Vollbeschäftigung ausgehenden Preisauftriebstendenzen laufend am Substanzwert der Rentenpapiere zehren. (Siehe hierzu auch das auf Seite 55 gebrachte Beispiel für den allmählichen Kaufkraftschwund des Schweizer Franken, der m.E. die Ansicht von S c h r e m p f eindeutig widerlegt.)

Der soeben erläuterte Zusammenhang zwischen dem Kurswert der Teilhaberpapiere einerseits und dem Substanz- bzw. Gebrauchswert der dahinter stehenden Sachanlagen andererseits darf nun aber nicht als eine mathematisch genau berechenbare Größenbeziehung funktionaler Art aufgefaßt werden, sondern lediglich als ein allgemeines und verhältnismäßig lockeres Abhängigkeitsverhältnis im Sinne einer mehr oder weniger strammen Korrelation, welche zwar normalerweise einen wichtigen Kurgestaltungsfaktor darstellt, in bestimmten Ausnahmefällen jedoch ihre Wirksamkeit bis zu einem gewissen Grad verlieren kann. Wie nämlich die Erfahrung zeigt, pflegt sich der Kursstand einer Aktie in Zeiten einer stürmischen Aufwärtsentwicklung meist weit über den effektiven Wertzuwachs hinaus zu erhöhen, während er andererseits im Verlauf einer schweren Wirtschaftskrise gewöhnlich ziemlich stark unter den noch vorhandenen Substanzwert absinkt.¹⁾ Dieser Tatbestand weist bereits darauf hin, daß für den Kursverlauf der Teilhaberpapiere auch noch verschiedene andere Bestimmungsgründe maßgebend sind, deren veränderlicher Einflußgrad sich in positiver oder negativer Weise auf die börsentechnische Bewertung einer Aktie auswirken kann.²⁾

Der weitaus wichtigste hiervon ist zweifellos der Ertrag, der ja bei den sog. "Dividendenpapieren" bekanntlich nicht festliegt, sondern hinsichtlich seiner Höhe vom jeweiligen Geschäftsergebnis der betreffenden Gesellschaft abhängt.³⁾ Im Gegensatz zu den Rentenwerten, deren Effektivverzinsung in der Regel nur sehr geringe Schwankungen aufweist, kann sich also die Nettorendite der Aktien bzw. Kuxe von Jahr zu Jahr beträchtlich verändern, was natürlich sofort zu entsprechenden Reaktionen hinsichtlich ihrer Börsennotierung führt, in

1) Vgl. auch E g g e r: a.a.O., S. 64

2) P r i o n: a.a.O., S. 2 ff. unterscheidet hierbei zwischen wirtschaftlichen, börsentechnischen und persönlichen Faktoren der Preisbildung, die dann in ihrer Gesamtheit den jeweiligen Börsenkurs eines Wertpapiere bestimmen.

3) Eine gewisse Ausnahme bilden lediglich die sog. "Vorzugsaktien" oder "preferred stocks", die dem Inhaber derselben gewöhnlich eine bestimmte - meist sogar kumulative - Mindestdividende garantieren. Da sie jedoch darüber hinaus häufig auch noch mit einem Bezugsrecht auf eine von der Höhe des verteilbaren Reingewinns abhängigen Zusatzdividende ausgestattet werden, sind letzten Endes auch sie an einem guten Jahresabschluß interessiert.

denen sich die Verschiebungen der Rentabilitätsbasis kursmäßig niederschlagen.¹⁾

Der Besitz eines Teilhaberpapieres ist daher im allgemeinen nicht nur mit einem Wert-, sondern auch mit einem Ertragsrisiko verbunden, welches die konjunkturell bedingten Kursausschläge der Aktienwerte meist noch verstärkt, da es gewöhnlich in die gleiche Richtung wirkt wie das erstgenannte. Obwohl nämlich theoretisch durchaus die Möglichkeit besteht, daß sich die beiden Risiken miteinander kompensieren und eine etwaige Verringerung des Substanzwertes durch eine entsprechende Erhöhung des Ertragswertes ausgeglichen wird oder umgekehrt, dürfte dieser Fall praktisch nur sehr selten vorkommen, weil ein allgemeiner Konjunkturrückgang in der Regel nicht nur den Substanz- bzw. Gebrauchswert der Produktionsanlagen schmälert, sondern gleichzeitig auch ihre Ertragskraft mindert, während ein kräftiger Wirtschaftsaufschwung durch die mengenmäßige Vergrößerung des Umsatzes einerseits und das steigende Preisniveau andererseits sowohl den Substanz- als auch den Ertragswert einer Betriebswirtschaft in positivem Sinn beeinflußt.²⁾ Diese regelmäßig zu beobachtende Gleichrichtung der beiden Unternehmungsrisiken, welche als eine der Hauptursachen für die von der jeweiligen Wirtschaftslage abhängigen Schwankungen des Aktienindex anzusehen ist, übt aber andererseits wieder eine ausgleichende Wirkung auf die Effektivverzinsung der Teilhaberpapiere aus, deren Höhe durch das gleichzeitige Steigen bzw. Fallen des Substanz- und Ertragswertes gewöhnlich auf einem ungefähr gleichbleibenden Durchschnittsniveau gehalten wird.^{3), 4)}

-
- 1) Eine ähnliche Erscheinung läßt sich übrigens auch bei den Gläubigerpapieren beobachten, und zwar dann, wenn eine sog. "Zinskonversion" vorgenommen wird, die im Hinblick auf die von ihr ausgehenden Wirkungen einer Erhöhung bzw. Erniedrigung der Dividendenausschüttung gleichkommt.
 - 2) Vgl. auch B r u p p a c h e r: a.a.O., S. 51 bzw. 55.
 - 3) Vgl. hierzu auch den umseitig eingeleiteten Überblick über die Kurs- und Dividendenentwicklung einiger bekannter Industrieaktien, die den soeben erläuterten Sachverhalt in augenfälliger Weise demonstriert.
 - 4) Diese hauptsächlich auf volkswirtschaftlichen Zusammenhängen beruhende Tatsache hat jedoch nichts mit den weiter oben erwähnten Kursbewegungen einzelner Teilhaberpapiere zu tun, die sich im Rahmen eines gleichbleibenden Aktienkursniveaus abspielen und vornehmlich auf betriebswirtschaftlich bedingte, überproportionale Verschiebungen der Rentabilitätsbasis dieser Werte zurückzuführen sind.

Kurs- und Ertragsentwicklung einiger Industriek Aktien zwischen 1953 und 1957^{x)}

Name der Gesellschaft	Kurse per 27.8.1953	Dividende 1952/53	Rendite 1952/53	Kurse per 28.8.1957	Dividende 1956/57	Rendite 1956/57
	%	%	%	%	%	%
A E G	91,50	5,0	4,6	182,50	9,0	4,9
Conti Gummi	131,25	7,5	5,3	258,00	12,0	4,6
Demag	129,00	7,0	5,0	198,50	10,0	5,0
Deutsche Erdöl	91,50	4,0	3,9	173,25	9,0	5,2
Mannesmann	79,50	4,0	4,4	164,00	10,0	6,0
M A N	119,75	6,0	4,7	197,00	9,0	4,5
Rosenthal	111,00	6,0	5,0	223,00	11,5	5,1
Siemens	116,50	6,0	4,4	196,75	9,0	4,5
Wintershall	118,50	6,0	4,7	250,00	10,0	4,0

x) Die Zahlenangaben wurden dem Börsenbericht Nr. 34 vom 29. August 1957 der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank München entnommen.

Hinter diese beiden Kursbestimmungsgründe treten die übrigen Faktoren der Börsenpreisbildung bedeutungsmäßig weit zurück bzw. sind - sofern sie gelegentlich trotzdem einen spürbaren Einfluß auf die Kursentwicklung der Aktienwerte ausüben - wegen ihrer starken Durchsetzung mit psychologischen und spekulativen Elementen nur sehr schwer auf ihre nachhaltige Wirkung hin zu überprüfen.¹⁾ In ihrer Gesamtheit verursachen sie aber ein beständiges Oszillieren des Aktienindex um den jeweiligen Durchschnittswert, welches den Teilhaberpapieren schon bald den Ruf einer riskanten Kapitalanlage verlieh, für deren besondere Gefahrenmomente früher sogar eine in der Nominaldividende enthaltene "Risikoprämie" vergütet werden mußte, um sie den als absolut sicher geltenden Gläubigerpapieren gegenüber konkurrenzfähiger zu machen. Seit dem ersten Weltkrieg liegt jedoch die Nettorendite der Aktien interessanterweise in den meisten Fällen weitaus niedriger als diejenige der verschiedenen Rentenwerte, woraus sich also der Schluß ableiten ließe, daß man heutzutage das den Gläubigerpapieren anhaftende Währungsrisiko anscheinend wesentlich höher einschätzt als die vielfältigen, wirtschaftlichen und außerwirtschaftlichen Risiken der Teilhaberpapiere.²⁾

Abschließend sei nun noch kurz auf die sog. "Wandelschuldverschreibungen" oder "Convertible Bonds" hingewiesen, die dem Inhaber derselben ein vertragliches Umtauschrecht in Aktien einräumen und die infolgedessen häufig als ein Bindeglied zwischen den Gläubiger- und den Teilhaberpapieren angesehen werden, was sie aber anerkanntermaßen nicht sind und auf Grund ihrer rechtlichen Konstruktion auch gar nicht sein können. Sie stellen vielmehr lediglich einen besonderen Obligationen-Typ dar, der in der Regel immer dann ausgegeben wird, wenn sich der weitere Verlauf der allgemeinen Wirtschaftsent-

1) So zeigte z.B. der deutsche Aktienmarkt anlässlich der schon erwähnten Diskontsenkung vom 19. September 1957 keinerlei Reaktionserscheinungen, während es andererseits an der New Yorker Börse sofort zu beträchtlichen Kurssteigerungen bei den meisten Flugzeug- und Rüstungswerten kam, als die Nachricht von dem geglückten Start des ersten sowjet-russischen Erdsatelliten bekannt wurde.

2) So werfen z.B. die zu 95 % emittierten 7,5 % - Pfandbriefserien verschiedener Hypothekenbanken eine Effektivverzinsung von rund 8 % ab, wohingegen sich die durchschnittliche Aktienrendite - wie auch aus der vorseitigen Aufstellung ersichtlich ist - z.Zt. etwa zwischen 4 und 6 % bewegen dürfte.

wicklung noch nicht klar überblicken läßt und der Kapitalmarkt daher nur wenig Neigung zeigt, sich in stärkerem Maße in Aktienwerten oder normalen Schuldverschreibungen zu engagieren.¹⁾

In derartigen Situationen versucht man nun das Interesse der Vermögensbesitzer gewöhnlich dadurch zu wecken, daß man ihnen mit Hilfe der eigenartigen Ausstattung der Wandelanleihen zunächst einmal eine feste Verzinsung ihrer Kapitalien anbietet und ihnen außerdem das Recht zugesteht, sich nach dem Ablauf einer bestimmten Frist an dem Substanz- und Ertragswert der betreffenden Gesellschaft zu beteiligen. Der Erwerber eines derartigen "Convertible Bond" kann also in Ruhe die Klärung der Konjunkturlage abwarten und sich zu gegebener Zeit für die Beibehaltung der Obligation oder deren Umtausch in eine Stamm- bzw. Vorzugsaktie entscheiden. Solange aber dieser noch nicht vorgenommen wurde und vor allem auch, solange die Gesellschaft noch die Möglichkeit hat, ihre Anleiheschuld auszulösen oder zu kündigen, tragen die Bonds natürlich sämtliche Risiken eines Gläubigerpapieres, während sie sich nach der Tauschaktion hinsichtlich der ihnen drohenden Gefahren in keiner Weise mehr von den übrigen Teilhaberpapieren unterscheiden. Die Wandelschuldverschreibungen stellen daher immer nur eine befristete Übergangslösung dar, die eine Investment-Gesellschaft schon allein deshalb nicht von der prinzipiellen Entscheidung für oder gegen die Sach- bzw. Geldwertanlage entbindet, weil sie den übrigen Investitionsobjekten gegenüber zahlen- und wertmäßig kaum ins Gewicht fallen wird.²⁾

- 1) So stammen z.B. die gegenwärtig an den westdeutschen Börsen notierten Wandelanleihen - rund ein Dutzend im Nominalbetrag von insgesamt nicht mehr als höchstens 115 Millionen DM - fast ausnahmslos aus den Jahren 1951 und 1952, in denen einerseits das Vertrauen in die Stabilität der neuen DM-Währung noch nicht so gefestigt war wie heute, während sich andererseits die meisten Gesellschaften noch nicht in der Lage sahen, auf ihr Aktienkapital eine angemessene Dividendenausschüttung vornehmen zu können.
- 2) Im übrigen ist aber zu berücksichtigen, daß die Wandelanleihen im Gegensatz zu den anderen Gläubigerpapieren kursmäßig nicht unbedingt an die pari-Grenze gebunden sind, sondern sich in der Regel - allerdings unter entsprechender Berücksichtigung der vereinbarten Umtauschmodalitäten - der jeweiligen Börsennotierung der betreffenden Aktienwerte anpassen werden, was insbesondere bei einer günstigen Wirtschaftsentwicklung zu erheblichen Kursgewinnen führen kann.

Während nun die vorstehend aufgeführten Wertpapierarten lange Zeit hindurch das alleinige Anlage-Medium der Investment-Gesellschaften bildeten, wurde neuerdings das ihnen zu Grunde liegende Prinzip der gemeinschaftlichen Kapitalanlage auf ein weiteres Betätigungsfeld ausgedehnt, und zwar auf das nicht minder umfangreiche und ebenfalls eine gewisse Sachkenntnis erfordernde Gebiet des privaten Liegenschaftsbesitzes. In logischer Fortentwicklung der mit den Wertpapier-Trusts gesammelten Erfahrungen versuchte man dabei, den Grundgedanken der Risikostreuung auch bei der Schaffung sog. "Immobilien-Fonds" zur Anwendung zu bringen, die nach den Vorstellungen ihrer Gründer den verhältnismäßig konstanten Ertrag der Rentenwerte mit der relativ großen Wertbeständigkeit der Teilhaberpapiere in harmonischer Weise vereinigen sollten und bei entsprechendem Erfolg eine durchaus brauchbare Vermögensanlage darstellen mußten.

Bezeichnenderweise stammt diese bisher letzte Stufe der "Mobilisierung immobilier Werte" aus der Schweiz, die zwar einerseits - wie schon mehrfach erwähnt - unter einem allmählichen Kaufkraftschwund ihrer Währung zu leiden hat, was natürlich zu laufenden Erhöhungen des Baukostenindex und der Bodenpreise führt, andererseits aber die bedeutenden Gefahren, denen zuweilen auch Immobilienwerte ausgesetzt sein können, infolge ihrer staatsrechtlichen Neutralität bisher noch nicht aus eigener Anschauung zu spüren bekam. Da nun außerdem die Nettoverzinsung der sog. "Liegenschaftszertifikate" meist sogar etwas höher ist als diejenige der Sparkonten, der Privat-Hypotheken oder der einheimischen Wertpapiere und betragsmäßig nur durch die Rendite der risikoreicheren Auslandsanlagen übertroffen wird, erfreuen sich die Immobilien-Trusts seit neuestem einer steigenden Beliebtheit, die in zahlreichen Neugründungen und einem kontinuierlich wachsenden Fondsvermögen zum Ausdruck kommt.¹⁾

Obwohl also der bisherige Erfolg dieser Anlageform ihren Befürwortern anscheinend Recht gibt, weisen die Immobilienwerte

1) Vgl. hierzu auch die entsprechenden Ausführungen im historischen Teil der Einleitung und die dort wiedergegebene Zusammenstellung, sowie den Aufsatz "Die schweizerischen Investment-Gesellschaften" in der "Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", Jg. 1957, H. 14, S. 31 f.

doch einige wesentliche Nachteile auf, die ihre Eigenschaft als ideales Investment-Objekt in verschiedener Hinsicht erheblich beeinträchtigen. So ist z.B. schon allein ihre Beschaffung im allgemeinen viel komplizierter als der Erwerb von börsengängigen Wertpapieren und auch ihre Einbringung in einen Miteigentums-Fonds stößt vom juristischen Standpunkt aus auf gewisse Hindernisse, da man in der Schweiz - ebenso wie in Deutschland - nur dann Eigentümer einer Liegenschaft werden kann, wenn man als solcher in das Grundbuch des zuständigen Katasteramtes eingetragen wird. Da sich dies aber in Anbetracht des ziemlich großen und stark fluktuierenden Anlagerkreises technisch nicht durchführen läßt, verfielen die Leitungen der Immobilien-Trusts auf den etwas komplizierten Ausweg, die Gründung, Übernahme oder Finanzierung besonderer Grundstücksgesellschaften zu betreiben, die grundbuchmäßig als Eigentümer der betreffenden Anlage-Objekte auftreten, während ihre Aktien bzw. Gesellschaftsanteile voll in den Besitz der Zertifikatbesitzer übergehen und somit den Hauptbestandteil des jeweiligen Fondsvermögens bilden.¹⁾

Außer diesen rechtlichen Schwierigkeiten, für deren Beseitigung durch die oben beschriebene Zwischenschaltung besonderer Verwaltungsgesellschaften eine ganz annehmbare Lösung gefunden wurde, erheben sich aber im Zusammenhang mit der Immobilien-Anlage auch noch eine Reihe wirtschaftlicher Probleme, die sich infolge ihrer harten Realität nicht so leicht durch einen technischen Kunstgriff umgehen lassen und daher oft als Gegenargument gegen die Zweckmäßigkeit der Liegenschafts-Trusts angeführt werden.²⁾ Selbst wenn man nämlich unter-

1) So geht z.B. aus dem im September 1956 erschienenen Rechenschaftsbericht der "AG für Fondsverwaltung Zug" hervor, daß allein im abgelaufenen Geschäftsjahr nicht weniger als fünf neue Immobilien-Gesellschaften gegründet oder erworben werden mußten, um der günstigen Entwicklung des von ihr geleiteten "Immofonds" entsprechend weitere Anlagen-erwerbungen durchführen zu können.

In den diversen Vermögensaufstellungen der schweizerischen Immobilien-Trusts werden aber als Aktivposten gewöhnlich nicht die Beteiligungen an den verschiedenen Grundstücksgesellschaften ausgewiesen, sondern direkt der Wert der einzelnen Liegenschaften, so daß sie also in gewissem Sinn den Charakter einer konsolidierten Konzernbilanz tragen bzw. den eines zusammengefaßten Vermögensausweises.

2) Siehe z.B. Dürr e: "Investmentsparen und Investment-Gesellschaften" in der "Sparkasse", Jg. 1956 H. 10 und 14.

stellt, daß in einem Lande wie der Schweiz die Wertminderbarkeit des Grundvermögens normalerweise als gesichert angesehen werden kann und eine fachmännische und rationelle Geschäftsführung in der Regel auch für eine entsprechende Rentabilität der einzelnen Investitionsobjekte sorgen wird, so bleiben doch immerhin noch zwei wichtige Fragen offen, die vor allem mit dem spezifischen Wesen der Immobilienwerte zusammenhängen und daher nicht nur die schweizerischen Verhältnisse betreffen, sondern darüber hinaus auch eine gewisse Allgemeingültigkeit für sich in Anspruch nehmen können. Die erste davon bezieht sich auf die jederzeitige Realisierbarkeit eines aus Grundstücken und Grundstücksrechten zusammengesetzten Anlage-Fonds und soll hinsichtlich ihrer finanzwirtschaftlichen Konsequenzen bei der später vorzunehmenden Diskussion der Liquiditätspolitik einer Investment-Gesellschaft etwas näher untersucht werden, die zweite und wesentlich wichtigere dagegen auf die einwandfreie und möglichst objektive Bewertbarkeit der einzelnen Anlageobjekte, die - wie bereits an früherer Stelle erläutert wurde - für eine gerechte Behandlung aller Zertifikat-Inhaber unbestrittenenmaßen von ausschlaggebender Bedeutung ist. Gerade sie aber bereitet bei Immobilien in der Regel immer gewisse Schwierigkeiten, da die Liegenschaften bekanntlich bei weitem keinen so "transparenten" Markt besitzen wie etwa die amtlich oder im geregelten Freiverkehr notierten Effekten, woraus folgt, daß die Trust-Leitung bei der rechnerischen Ermittlung des jeweiligen Buchwertes ihres Anlagenbestandes - und zwar insbesondere natürlich bei der Berechnung der zwischenzeitlich eingetretenen Wertsteigerungen bzw. Wertminderungen - meist auf die Vornahme mehr oder weniger zutreffender Schätzungen angewiesen ist, die jedoch verständlicherweise kaum eine völlig exakte Preisfestsetzung für die Rücknahme bzw. Neuausgabe einzelner Anteilscheine ermöglichen werden. Hieraus können sich aber - bewußt oder unbewußt - erhebliche Benachteiligungen der ausscheidenden oder der neu eintretenden Zertifikat-Interessenten ergeben, weshalb den deutschen Investment-Gesellschaften die Vermögensanlage in Immobilienwerten durch § 7, Abs. 1 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften nunmehr prinzipiell untersagt worden ist.¹⁾

1) Vgl. hierzu auch B a r o c k a: a.a.O., S. 113 ff.

Ebenfalls nicht gestattet ist ihnen ferner auch - und zwar durch § 7, Abs. 6 des genannten Gesetzes - die Kapitalanlage in den Teilhaber-Zertifikaten anderer Fonds bzw. anderer Trusts, in einer Anlagemöglichkeit also, die es früher gar nicht gab, weil sie erst von den Investment-Gesellschaften selbst - gewissermaßen als synthetisches Investitionsobjekt - ins Leben gerufen wurde.¹⁾ Von den volkswirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Bedenken abgesehen, die eventuell gegen eine allzu starke Verschachtelung der einzelnen Kapitalanlagegesellschaften geltend gemacht werden könnten, scheint es nun aber - vom rein betriebswirtschaftlichen Standpunkt aus - auf den ersten Blick nicht recht verständlich zu sein, warum man den deutschen Investment Trusts die Aufnahme fremder Zertifikate in ihre eigenen Fonds generell untersagt, während sie doch in anderen Ländern, wie etwa in der Schweiz oder in den USA - dort allerdings unter bestimmten Einschränkungen -, ohne weiteres erlaubt ist. Bei einer näheren Untersuchung dieser Frage zeigt es sich jedoch bald, daß ein derartiges Vorgehen auch im Hinblick auf seine anlagepolitische Bedeutung gewisse Nachteile mit sich bringt, die es nicht immer als unbedingt vorteilhaft erscheinen lassen, bestimmte Zertifikate nochmals durch andere zu substituieren. Obwohl diese nämlich in der Regel alle formellen Vorzüge eines börsengängigen Wertpapiers aufweisen, also leicht beschaffbar, leicht verwaltbar und leicht veräußerlich sind, und darüber hinaus meist auch verhältnismäßig si-

- 1) Die oben zitierte Bestimmung ist allerdings m.E. insofern nicht ganz eindeutig, als sie lediglich vorschreibt, daß für ein "Sondervermögen" Anteilscheine eines anderen "Sondervermögens" nicht erworben werden dürfen. Bringt man sie nämlich mit § 6, Abs. 3 dieses Gesetzes in Verbindung, welcher besagt, daß eine Kapitalanlagegesellschaft mehrere "Sondervermögen" bilden darf, so könnte dadurch sehr leicht der Eindruck entstehen, als sei es ihr lediglich verboten, die Zertifikate verschiedener, von ihr verwalteter Fonds untereinander auszutauschen, wohingegen es ihr nach dieser "engen" Auslegung durchaus gestattet wäre, Anteilscheine eines fremden Trusts in ihre Fonds aufzunehmen. Das aber kann der Sinn des § 7, Abs. 6 auf keinen Fall sein, weil er sonst nämlich dadurch umgangen werden könnte, daß man zur Ausgründung offiziell selbständiger Untergesellschaften schreitet, wodurch letzten Endes auch die in § 7, Abs. 4 enthaltene Sicherung gegen die Bildung wirtschaftlicher Machtpositionen illusorisch werden würde.

Die gleiche Ansicht vertreten, ohne jedoch auf die Zweideutigkeit der fraglichen Stelle im Gesetzes-Text einzugehen, S i a r a - T o r m a n n: a.a.O., S. 38 f.

cher und wertbeständig sein werden, kommen sie für eine Investment-Gesellschaft vor allem deshalb nicht als regelmäßig ausnutzbare Anlagemöglichkeit in Frage, weil sie sich infolge des wiederholten Abzuges von Verwaltungskosten rentabilitätsmäßig umso schlechter auswirken, je öfter sie als Grundlage zur Ausgabe neuer Zertifikate dienen. Eine Investment-Gesellschaft wird daher - sofern es ihr nicht generell unter-sagt worden ist - die Anteilscheine eines anderen Trusts im allgemeinen nur dann in ihren Fonds aufnehmen, wenn sie sich davon ausnahmsweise einen ganz bestimmten Vorteil verspricht, um dessentwillen sie die dadurch verursachte Beeinträchti-gung des Gesamtertrages ihrer Anlagewerte wohl oder übel in Kauf nimmt.¹⁾

Mit dieser bisher besprochenen, prinzipiellen Entscheidung für oder gegen eine bestimmte Gruppe von Anlagemöglichkei-ten sind aber die beschaffungsorientierten Aufgaben einer Investment-Gesellschaft bei weitem nicht erschöpft. Nach der Absteckung des allgemeinen Rahmens, innerhalb dessen sich die weitere Marktforschungstätigkeit erstrecken soll, beginnt nämlich erst die langwierige und mühevoll-e Klein-arbeit, die vor allem darin besteht, aus dem in großen Zü-ge-n umrissenen Beschaffungsbereich durch die Vornahme einer Vielzahl von Vergleichen und Einzelanalysen die definitiv günstigsten Anlageobjekte der Reihe nach auszuwählen. Hier-bei sind nun wiederum die gleichen Gesichtspunkte zu beach-ten, die auch für die generelle Beurteilung einer brauch-baren Investitionsmöglichkeit maßgebend sind und im wesent-lichen ihre technisch-formalen Eigenschaften einerseits und ihre materiell wichtigen Qualitäten andererseits betreffen. Es wäre also etwa zu ermitteln, welche der vielen Gläubiger-papiere auf Grund ihrer besonderen Ausstattung hinsichtlich des Emissionskurses, der Nominalverzinsung, der steuerlichen Behandlung ihrer Erträge, der Laufzeit und der vereinbarten Rückzahlungsbedingungen die höchste Effektivrendite abwerfen und darüber hinaus auf Grund der anerkannten Bonität der Emittenten die beste Gewähr für die Sicherheit der angeleg-ten Kapitalien und die vertragsgemäße Aufrechterhaltung des

1) Wann dies unter Umständen der Fall sein kann, wird bei der Darstellung der Anlagepolitik einer Investment-Gesellschaft in ausführlicher Weise erläutert werden.

Zins- und Tilgungsdienstes bieten.¹⁾ Der Aktienmarkt dagegen wäre vor allem daraufhin zu analysieren, inwieweit sich einzelne Werte unter Berücksichtigung ihres Kursstandes und der wahrscheinlichen Höhe ihrer Dividende durch einen besonders günstigen Rentabilitätsgrad auszeichnen, dabei relativ sicher sind und außerdem eine reale Chance zukünftiger Wertsteigerungen in sich bergen, während die verschiedenen Immobilienanlagen in erster Linie auf die Beschaffenheit des Baugrundes, die besonderen Vor- und Nachteile ihrer Lage und die Ertragskraft der bereits erstellten bzw. noch zu erstellenden Gebäudekomplexe zu untersuchen sind, wofür gegebenenfalls eine entsprechende Überschlagskalkulation aufgestellt werden muß.

Zusammenfassend läßt sich daher sagen, daß eine derartige Tätigkeit nicht nur eine gründliche Kenntnis aller wichtigen Einzelheiten voraussetzt, sowie ein reiches Maß an Erfahrung in der praktischen Durchführung der einschlägigen Ermittlungsarbeiten, sondern vor allem auch eine völlige Vertrautheit mit den spezifischen Problemen des Effekten- bzw. Immobilienwesens, die sich aber im Grunde genommen weder beschreiben noch erlernen läßt, sondern lediglich auf rein empirische Weise erworben werden kann und die darüber hinaus bereits darauf hindeutet, daß es hierbei nicht nur auf eine einmalige Analyse der diversen Investitionsobjekte ankommt, sondern ebenso auch auf eine laufende Beobachtung aller zwischenzeitlich eintretenden Veränderungen, wenn der Erfolg der beschaffungspolitischen Maßnahmen ein wirklich dauerhafter sein soll.

b) Die Beobachtung der Beschaffungsobjekte

Bei der Verfolgung ihres Zieles, mit Hilfe einer sachgemäßen Anlagenauswahl die Zusammenstellung eines realwerterhaltenden und zinstragenden Investment-Fonds zu betreiben, werden also die Trust-Leitungen ihre diesbezüglichen Bemühungen regelmäßig durch die Vornahme einer kontinuierlichen Marktbe-

- 1) In diesem Zusammenhang kann es aber unter Umständen auch von Wichtigkeit sein, ob es sich bei dem betreffenden Schuldner um ein besonders finanzkräftiges Unternehmen handelt, welches dann - wie es beispielsweise die Hypothekenbanken regelmäßig tun - gegebenenfalls zu umfangreichen Stützungskäufen schreitet, wenn der Kurs seiner Emissionen durch einen unerwarteten Angebotsdruck vorübergehend in stärkerem Maße abzusinken droht.

obachtung unterstützen müssen, die vom sachlichen Standpunkt aus eine natürliche Ergänzung der aperiodisch durchgeführten Untersuchungstätigkeit darstellt und sich hinsichtlich ihrer praktischen Anwendung kaum von der erstgenannten trennen lassen dürfte, ohne nicht gleichzeitig die Gefahr eines nur unvollständig erreichten Betriebszweckes heraufzubeschwören. Obgleich man nämlich die Aufgabengebiete dieser beiden Teilbereiche der betriebswirtschaftlichen Beschaffungsforschung auch bei einer Investment-Gesellschaft in durchaus einwandfreier Weise gegeneinander abgrenzen kann, da die analytische Marktdurchleuchtung in erster Linie dem Aufbau eines Anlage-Fonds zu dienen hat, die laufende Beobachtung dagegen vornehmlich seiner Erhaltung, wird es in den konkreten Einzelfällen trotzdem nur sehr schwer herauszufinden sein, wo nun eigentlich die statische Analyse aufhört und das dynamische Beobachten zu wirken beginnt.

Fest steht lediglich, daß sich auch die Marktbeobachtung normalerweise auf zwei verschiedenen Ebenen vollzieht, und zwar auf den gleichen, die bereits bei der Marktanalyse als die beiden wichtigsten Hauptstufen der entsprechenden Erhebungstechnik erkannt worden sind. Das heißt also, es müssen zunächst einmal die strukturellen Veränderungen innerhalb der einzelnen Unterabschnitte des Beschaffungssektors laufend im Auge behalten werden und sodann natürlich auch alle wert- bzw. ertragsmäßigen Verschiebungen zwischen den qualitativ gleichartigen Investitionsobjekten einer bestimmten Anlagengruppe. So wie die analytische Marktuntersuchung sich primär mit den Verhältnissen auf den diversen Teilmärkten befassen muß und z.B. als erstes die augenblickliche Situation des Aktien-, Renten- oder Immobilienmarktes ergründen wird, um dann anschließend die speziellen Vorzüge der einzelnen Gläubiger- bzw. Teilhaberpapiere, sowie die besonderen Eigenschaften der verschiedenen Grundstücke miteinander zu vergleichen, hat sich auch die kontinuierlich ablaufende Beobachtungstätigkeit sowohl mit den gesamtwirtschaftlich verursachten als auch mit den einzelbetrieblich bzw. gegenständlich bedingten Veränderungen des Realwertes und der Ertragskraft aller im Fonds-Portefeuille enthaltenen Anlageobjekte zu beschäftigen. Im einzelnen wäre also etwa zu verfolgen, ob nicht der momentane Trend des allgemeinen Kon-

junkturverlaufes eine baldige Umstellung von der Obligationen-anlage auf die Teilhaberpapiere ratsam erscheinen läßt oder umgekehrt, ferner, ob die zu beobachtenden Entwicklungstendenzen auf dem Immobilienmarkt eine Beschleunigung der geplanten Neuinvestitionen empfehlenswert machen oder aber für eine stärkere Zurückhaltung plädieren, sowie schließlich auch, ob nicht einzelne Zinskonversionen, Dividendensistierungen, offensichtliche Interessenkäufe, Bauverbote und ähnliche Maßnahmen die Rentabilitätsbasis oder den Sicherheitsgrad einer bestimmten Anlagemöglichkeit den anderen gegenüber beeinträchtigen bzw. verbessern.

Dabei ist es nun in der Regel von allergrößter Wichtigkeit, daß sich die Trust-Leitungen bei ihren entsprechenden Ermittlungsarbeiten nicht nur auf die Beobachtung der einzelnen Beschaffungsobjekte selbst beschränken, sondern darüber hinaus möglichst weit auch in die Sphäre der sog. "vorgelagerten Märkte" einzudringen versuchen, um auf diese Weise die sich anbahnenden Veränderungen baldmöglichst zu erfassen und die kurs- bzw. wertmäßigen Auswirkungen der voraussichtlichen Entwicklung durch die Vornahme geeigneter Gegenmaßnahmen rechtzeitig "antizipieren" zu können. Nur so ist es nämlich möglich, unangenehmen Überraschungen weitgehendst vorzubeugen und die verwalteten Anlagenbestände vor schädigenden Einflüssen zu bewahren, wie es andererseits auch dazu dient, sich keine Ertragschance entgehen zu lassen und alle Gewinnquellen nach besten Kräften auszuschöpfen. Die sachgemäße Lösung dieses Problems erfordert aber natürlich - ebenso wie die Durchführung der zahllosen Einzelanalysen - ein ausgeprägtes Verständnis für das Zusammenwirken volkswirtschaftlich relevanter Daten und Datenänderungen, sowie einen vollständigen, von keiner Voreingenommenheit getrübbten Überblick über die jeweilige Wirtschaftssituation und alle sich im Hintergrund abzeichnenden Entwicklungstendenzen, wodurch eine erfolgreiche Beobachtung des Beschaffungsmarktes im Grunde genommen nicht weniger kompliziert wird, wie eine zutreffende, die wesentlichen Gesichtspunkte tatsächlich erfassende Analyse der jeweiligen Marktstruktur eines bestimmten Beschaffungsmarktes. Zusammenfassend bleibt daher festzustellen, daß die laufende Registrierung aller anlagepolitisch bedeutsamen Einzelheiten und die Einleitung marktkonformer Umdispositio-

nen mit zu den wichtigsten Aufgaben einer Investment-Gesellschaft gehören, wobei jedoch andererseits zu berücksichtigen ist, daß es ja letzten Endes gerade diese charakteristischen Schwierigkeiten einer zweckentsprechenden Anlagenverwaltung waren, die seinerzeit zur Herausbildung besonderer Dienstleistungsbetriebe - nämlich der Investment-Trusts - führten und diesen die kontinuierliche Beobachtung des Marktgeschehens als typische Unternehmungsfunktion übertrugen.

Die Hilfsmittel, derer sie sich dabei zur Lösung ihrer Betriebsaufgabe bedienen, sind zwar primär die gleichen, die auch den anderen Kapitalmarkt-Interessenten zur Verfügung stehen, doch können sich natürlich die Investment-Gesellschaften mit der Auswertung des anfallenden Informationsmaterials viel eingehender beschäftigen, als etwa ein im Berufsleben stehender Wertpapier-Sparer, der den größten Teil seiner Zeit für das Verdienen seines Lebensunterhaltes aufwenden muß. Infolgedessen brauchen sie sich auch nicht mit der Lektüre des mehr oder weniger umfangreichen Wirtschaftsteils einer Tageszeitung zu begnügen, dessen Tendenzberichte, Rückblicke und Prognosen einer im ständigen Kontakt mit der Börse stehenden Kapitalanlagegesellschaft ohnehin keine wesentlich neuen Perspektiven eröffnen dürften, sondern können sich statt dessen mit dem Studium der zahlreichen Wertpapier-Fachblätter, Informationsdienste und Wirtschaftszeitschriften befassen, welche die diversen Kapitalmarktprobleme einerseits im Rahmen der größeren Zusammenhänge erörtern, andererseits aber auch die Details derselben möglichst vollständig wiederzugeben versuchen und die außerdem auf die allgemeinen Fragen des Wirtschaftslebens, der Notenbankpolitik und der Steuergesetzgebung eingehen, welche für die Investment-Gesellschaften vor allem deshalb von besonderem Interesse sind, weil sie für sie die bereits oben erwähnten "vorgelegerten Märkte" darstellen und daher laufend beobachtet werden müssen, um alle neu aufkommenden Strömungen rechtzeitig berücksichtigen zu können.¹⁾ Darüber hinaus werden aber die Trust-Leitungen natürlich auch die übrigen Informationsgelegenheiten, wie z.B. Zulassungsprospekte, Geschäftsberich-

1) Eine kurze Zusammenstellung aller z.Zt. in der Bundesrepublik erscheinender Wirtschaftsblätter, Börsendienste und einschlägigen Fachzeitschriften bringt W e n d t: a.a.O., S. 21 ff.

te und ähnliche Publikationen, nicht außer Acht lassen dürfen bzw. selbst zur Durchführung laufender Bilanzvergleiche, Rentabilitätsberechnungen und anderer Untersuchungen schreiten müssen, wenn sie sich nicht ganz auf die Zuverlässigkeit des von dritter Seite aufbereiteten Materials verlassen wollen.¹⁾

Davon abgesehen verfügen die Investment-Gesellschaften, und zwar besonders diejenigen, die in Anlehnung an ein einflußreiches Bankenkonsortium gegründet worden sind, meist noch über eine besonders gute Nachrichtenquelle, die normalerweise nicht jedermann offensteht und die man gewöhnlich mit dem Ausdruck "inside information" zu bezeichnen pflegt. Gemeint sind damit vor allem die vertraulichen Hinweise, die eine in zahlreichen Aufsichtsräten und anderen Gremien vertretene Bankengruppe einer ihr nahestehenden Kapitalanlagegesellschaft zuweilen vorzeitig zukommen lassen kann, wodurch dieser in bestimmten Einzelfällen ein gewisser Vorsprung vor den anderen Interessenten gesichert wird.²⁾ Trotz dieser zusätzlichen und meist auch sehr wertvollen Informationsmöglichkeit, deren Ausnutzung einer Investment-Gesellschaft wichtige Anhaltspunkte für ihr weiteres Marktverhalten liefert, bleiben aber hinsichtlich der einzuschlagenden Anlagepolitik gewöhnlich noch immer verschiedene Unsicherheitsfaktoren offen, die selbst die beste Marktforschung nicht restlos beseitigen kann und die daher den Erfolg einer Kapitalanlagegesellschaft auch heute noch häufig genug von ihrer betriebswirtschaftlichen Intuition und dem Vorhandensein eines rationell nicht erfaß-

- 1) Besonders in den USA sind den größeren Investment-Trusts regelmäßig betriebseigene "research departements" angegliedert, die sich mit der selbständigen Beschaffung und Verarbeitung aller zur Gestaltung einer zielbewußten Anlagepolitik erforderlichen Unterlagen befassen.

Kleinere Gesellschaften bedienen sich dagegen meist sog. "investment consultants", welche - häufig auch als "corporations" oder "trusts" organisiert - freiberuflich tätig sind und meist immer gleich eine ganze Reihe derartiger Unternehmungen mit dem gewünschten Informationsmaterial versorgen.

Vgl. hierzu auch H ü g l: a.a.O., S. 47

- 2) Diese bankinternen Spezialinformationen, welche meist kursbeeinflussende Gesellschaftsbeschlüsse betreffen und daher nur insoweit vermittelt werden können, als sie keinen Vertrauensbruch darstellen, sind jedoch nicht mit den sog. "Tips" zu verwechseln, die gerüchteweise an der Börse kursieren und gewöhnlich laufend unter der Hand weitergegeben werden.

baren "Fingerspitzengefühl" abhängig machen werden.

3. Die Ergebnisse der Beschaffungsforschung

Entsprechend ihrer bereits früher erläuterten Zweckbestimmung, der Unternehmungsleitung die Durchführung einer konstruktiven Geschäftspolitik zu ermöglichen, werden die mit Hilfe der Beschaffungsforschung erlangten "Markttransparenzen" von einer Investment-Gesellschaft in erster Linie zur sachgemäßen Fundierung ihrer beabsichtigten Dispositionentscheide herangezogen, deren wichtigste sich - soweit sie nicht schon teilweise in den Bereich der Absatzfragen fallen - auf die Probleme einer marktgerechten Anlagepolitik beziehen.

a) Die Anlagepolitik einer Investment-Gesellschaft

Von dem Wunsche getragen, um eine bestmögliche Absicherung der ihr anvertrauten Vermögenswerte besorgt zu sein, verfolgen die beschaffungsorientierten Maßnahmen einer Investment-Gesellschaft vor allem das Ziel, den mit fast jeder Kapitalanlage verbundenen "Engagementsrisiken" auf wirksame Art zu begegnen.¹⁾ Das Mittel, das die Trust-Leitungen hierbei zur Anwendung bringen, ist das der sog. "diversification" oder "Risikostreuung", die bekanntlich einen wesentlichen Bestandteil ihrer Anlagepolitik bildet und daher als typisches Kennzeichen einer Investment-Gesellschaft angesehen werden kann.²⁾

1) S e i s c h a b: a.a.O., S. 21 ff. bzw. 38 ff. unterscheidet dabei hinsichtlich der in diesem Zusammenhang auftretenden Gefahrenmomente zwischen einem Erwartungs- bzw. Kreditrisiko, einem Geldrisiko und einem Marktrisiko, wobei er unter dem erstgenannten die Möglichkeit eventueller Zins- oder Dividendenausfälle, sowie diejenige einer etwaigen Bonitätsverschlechterung des betreffenden Emittenten versteht, unter dem zweiten dagegen die Gefahr zukünftiger Kaufkraftschwankungen und unter dem letzten diejenigen Werteinbußen, die sich gegebenenfalls auf Grund der rückläufigen Börsentendenz einstellen können.

2) Vgl. hierzu auch die diesbezüglichen Ausführungen im systematischen Teil des einführenden Kapitels.

Gleichzeitig ist jedoch darauf hinzuweisen, daß das Streben nach einem möglichst weitgehenden Risikoausgleich zwar ohne Zweifel zu den charakteristischen Merkmalen einer Kapitalanlagegesellschaft gehört, als Vorbeugungsmaßnahme gegen eventuelle Verlustgefahren aber nicht allein von dieser angewandt wird, sondern auch bei jeder anderen Form einer wirtschaftlichen Kapitalinvestition - wie z.B. beim Kreditgeschäft der Banken - eine außerordentlich wichtige Rolle spielt.

Für die praktische Durchführung einer planmäßigen Anlagenstreuung stehen den Investment Trusts im allgemeinen verschiedene Möglichkeiten offen, die sich außerdem beliebig kombinieren lassen und im Hinblick auf die Zusammensetzung eines Wertpapier-Fonds auf folgende Grundformen zurückgeführt werden können:

1. Risikostreuung nach Effektenarten,
2. Risikostreuung nach regionalen Gesichtspunkten, sowie
3. Risikostreuung nach Wirtschaftsbranchen.¹⁾

Mit der Anlagenstreuung nach den verschiedenen Wertpapier-typen, die sich - soweit sie heute überhaupt noch vorgenommen wird - im wesentlichen auf eine Aufteilung des Fondsvermögens in Aktien und Obligationen beschränkt, wird dabei vor allem der Zweck verfolgt, die konjunkturell bedingten und

Der prozentuale Anteil der Wertpapiergattungen
am "FONDRA" - Vermögen in der Zeit von 1951 - 1957 x)

Art:/ Jahr:	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957
Rentenwerte:	46,1	45,9	46,7	39,9	30,7	26,9	31,1
Aktienwerte:	48,7	47,8	46,7	51,6	64,2	56,3	49,9
Barbestände:	5,2	6,3	6,6	8,5	5,1	16,8	19,0
insgesamt:	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

- x) zusammengestellt auf Grund der in den einzelnen Rechenschaftsberichten enthaltenen Angaben der Geschäftsleitung. Stichtag ist jeweils der 30. Juni des betreffenden Jahres.

meist gegenläufig ausfallenden Kursschwankungen dieser beiden Effektgattungen nach Möglichkeit miteinander zu kompensieren, wodurch man dem Gesamtwert des jeweiligen Anlagenbestandes eine gewisse Stabilität und eine krisenfeste Widerstandsfähigkeit zu verleihen hofft. Während nun aber diese Art der Risikostreuung früher von jeder seriösen Kapitalanlagegesellschaft streng beachtet wurde, kommt ihr augenblicklich keine

1) In der einschlägigen Fachliteratur finden sich in diesem Zusammenhang meist noch viel weitergehende Aufgliederungen, die sich jedoch teilweise wieder überschneiden oder aber als Untergliederungen der vorstehend angeführten Streuungsprinzipien aufgefaßt werden können.

Vgl. z.B. R i n s o z: a.a.O., S. 81, der hierfür nicht weniger als sechs Gliederungsgesichtspunkte aufzählt.

allzu große Bedeutung mehr zu, da die Trust-Leitungen auf Grund ihrer bisherigen Erfahrungen das Geldwertrisiko im allgemeinen wesentlich höher einschätzen als die Gefahr einer eventuellen Wirtschaftskrise und sich überdies die Chance einer möglichen Wertsteigerung nicht entgehen lassen wollen, die ihnen aber nur die Vermögensanlage in Teilhaberpapieren bietet. In Anbetracht dieses Umstandes haben sich daher fast alle deutschen Investment-Gesellschaften - und ebenso auch zahlreiche ausländische Trusts - zur Bildung reiner Aktien-Fonds entschlossen, in welche festverzinsliche Werte satzungsgemäß höchstens als vorübergehende Anlageobjekte aufgenommen werden dürfen.¹⁾ Lediglich die "Allgemeine Deutsche Investment-Gesellschaft m.b.H., München", bekanntlich die erste und mehrere Jahre lang auch die einzige Gründung ihrer Art in der Bundesrepublik, verwaltet u.a. auch einen sog. "Fonds für Renten und Aktien", der sich nach den ursprünglichen Plänen seiner "promoters" je zur Hälfte aus Gläubiger- bzw. Teilhaberpapieren zusammensetzen sollte. Wie jedoch die umseitig wiedergegebene Übersicht zeigt, kam es im Verlauf seiner weiteren Entwicklung zu einer immer stärkeren Verschiebung in Richtung auf die Aktienwerte, durch welche sich die Leitung des Fonds offensichtlich der allgemeinen Börsentendenz anzupassen suchte.^{2),3)}

Auch der Anlagenauswahl unter Berücksichtigung einer geographischen Risikostreuung, die sich sowohl auf nationaler als

1) Vgl. z.B. § 5, Abs. 1 der Vertragsbestimmungen des sog. "CONCENTRA"-Fonds.

2) Bei der im Jahre 1950 erfolgten Auflegung dieses Fonds und der erstmaligen Auswahl der einzelnen Anlageobjekte spielten aber auch verschiedene absatzpolitische Motive eine maßgebende Rolle, die die auffallend starke Berücksichtigung der Rentenwerte etwas verständlicher machen. Die Gesellschaft ging nämlich seinerzeit von dem Gedanken aus, die Erwerber der "FONDRA"-Zertifikate allmählich an die Aktienanlage zu gewöhnen und wollte ihnen außerdem eine angemessene Mindestverzinsung bieten, was aber angesichts der damaligen Dividendenlosigkeit der meisten Teilhaberpapiere nur durch den Erwerb zahlreicher Anleihewerte zu erreichen war.

3) In diesem Zusammenhang ist ferner darauf hinzuweisen, daß eine Investment-Gesellschaft, deren Fonds sich teilweise oder überwiegend aus Gläubigerpapieren zusammensetzen, bei der Durchführung ihrer Anlagepolitik auch auf eine entsprechende Streuung nach den Fälligkeiten der einzelnen Werte achten muß, damit die notwendigen Ergänzungskäufe nicht immer stoßweise vorgenommen werden müssen, sondern auf kontinuierlichem Wege abgewickelt werden können.

auch auf internationaler Ebene abspielen kann, wird heute bei weitem nicht mehr die gleiche Bedeutung beigemessen wie früher, da sie infolge der zunehmenden Verflechtung der Weltwirtschaft ihre Präventivwirkung zum größten Teil verloren hat. Die politischen und ökonomischen Integrationsbestrebungen, wie sie etwa in der Schaffung der NATO, der Montan-Union und des Gemeinsamen Marktes zum Ausdruck kommen, bewirken nämlich, daß die dergestalt assoziierten Staaten von wirtschaftlichen und außerwirtschaftlichen Krisenerscheinungen normalerweise immer in annähernd gleichem Maße betroffen werden, wodurch sich eine auf internationaler Basis durchgeführte Risikostreuung - wenn

Prozentuale Zusammensetzung des "Intercontinental Trust"
nach Effektenarten und Wirtschaftsräumen per 31. Dez. 1956^{x)}

Art: / Staat:	USA	Schweiz	Kanada	Sonstige	gesamt
Stamm-Aktien:	70,81	10,60	7,08	0,96 ^{y)}	89,45
Vorzugs-Akt.:	0,35	-,--	0,20	-,--	0,55
Obligationen:	3,32	0,70	1,54	2,35 ^{z)}	7,91
Bar-Reserven:	0,58	1,51	-,--	-,--	2,09
zusammen:	75,06	12,81	8,82	3,31	100,00

x) berechnet auf Grund der Angaben der "Société Internationale de Placements", Basel in ihrem Verwaltungsbericht für das Jahr 1956

y) davon: Niederlande	0,26	z) darunter: Australien	0,39
Südafrika	0,60	Brasilien	0,14
Zentralafrika	0,10	Peru	0,24
		Südafrika	0,20

auch nicht völlig, so doch ziemlich weitgehend - erübrigt. In der richtigen Erkenntnis dieser Sachlage haben daher die deutschen Investment-Gesellschaften ganz, die ausländischen dagegen in den meisten Fällen von der Zusammenstellung zwischenstaatlich gestreuter Anlagenbestände abgesehen, um sich statt dessen mit der Verwaltung mehrerer, aber dafür weniger breit angelegter Effekten-Portefeuilles zu begnügen, von denen jeder einzelne ein ganz bestimmtes Investitionsgebiet umfaßt.¹⁾ Und selbst diejenigen Gesellschaften, deren Investment-Fonds auch

1) Auf die Vorteile, die ein derartiges Vorgehen auch in absetzwirtschaftlicher Hinsicht mit sich bringt, wird später noch näher eingegangen werden.

heute noch Wertpapiere aus verschiedenen Staatsgebieten enthalten, verlegen dabei - wie das umseitig wiedergegebene Beispiel zeigt - den jeweiligen Schwerpunkt der betreffenden Vermögensanlage immer auf einen ganz bestimmten Wirtschaftsraum, wie z.B. auf die USA, auf Kanada, Südafrika oder die Schweiz, so daß die als "überregional" bezeichnete Risikostreuung im Grunde genommen häufig nicht mehr darstellt als einen auf absatzpolitische Erwägungen zurückzuführenden optischen Blickfang.¹⁾

Was im vorstehenden von der konjunkturellen bzw. politischen Verflechtung der Weltwirtschaft gesagt wurde, gilt natürlich auch - und meist sogar in wesentlich stärkerem Maße - für die einzelnen Volkswirtschaften, weshalb die geographische Anlagenstreuung im Rahmen eines geschlossenen Wirtschaftsraumes normalerweise nur eine sehr beschränkte Wirkung haben wird, es sei denn, es handle sich bei dem betreffenden Gebiet um ein föderalistisch aufgebautes Staatsgebilde, innerhalb dessen sich gewisse Störungen des Wirtschaftsablaufes - wie z.B. gewerkschaftliche Lohnstreiks - unter Umständen auf bestimmte Teilbereiche lokalisieren lassen. Außerdem hat neuerdings auch das politische Schicksal Deutschlands, insbesondere natürlich die Abspaltung der sog. "DDR" und die territorialen Verluste im Osten, die möglichen Vorteile einer räumlich gegliederten Anlagenstreuung deutlich genug bewiesen. Da es sich jedoch andererseits bei den genannten Beispielen nur um verhältnismäßig seltene Ausnahmefälle handeln dürfte, halten sich die meisten Trust-Leitungen anscheinend für berechtigt, angesichts der weitgehenden Risikoverbundenheit des gesamten Wirtschaftslebens von einer überbetonten Anlagenstreuung regionaler Art bedenkenlos absehen zu können.

Für die Immobilien-Fonds dagegen bildet - um diesen Sonder-

1) Ferner ist auch zu berücksichtigen, daß die zwischenstaatliche Anlagenstreuung den betreffenden Investment-Fonds einer zusätzlichen Verlustgefahr aussetzt, und zwar dem sog. "Valutarisiko", welches vornehmlich darin besteht, daß eine eventuelle Aufwertung der eigenen bzw. eine Abwertung der fremden Währung zu entsprechenden Wertminderungen bei den einzelnen Anlageobjekten führt, während natürlich andererseits eine Verschiebung der Wechselkurse in der entgegengesetzten Richtung dem Fondsvermögen wertmäßig mehr oder weniger stark zugute kommt.

typ hier gleich mitzubehandeln - die geographische Aufteilung ihres Anlagevermögens beinahe das einzige Mittel, mit dessen Hilfe sich die wesensmäßig bedingte Risikoballung wenigstens teilweise wieder ausgleichen läßt. Die schweizerischen Investment-Gesellschaften, die derartige Liegenschaftsbestände verwalten, bemühen sich daher gewöhnlich, ihren Besitz möglichst gleichmäßig auf die einzelnen Kantone zu verteilen, um ihn auf diese Weise vor örtlich begrenzten Preiseinbrüchen des Grundstücksmarktes zu schützen.¹⁾ Außerdem kann man eine gewisse Auflockerung des Wertrisikos auch noch dadurch erreichen, daß man sich nicht allein auf die Errichtung von Wohngebäuden beschränkt, sondern nebenher auch den Bau von Geschäftshäusern, Hotels, Kinos, Hochgaragen oder ähnlichen Objekten betreibt und die einzelnen Grundstücke teils in städtischen, teils aber in ländlichen Siedlungsbezirken erwirbt.²⁾

Während sich also bei den Immobilien-Trusts ein ökonomischer Risikoausgleich nur in sehr beschränktem Maße durchführen läßt, bildet er bei den Effekten-Fonds in der Regel die wichtigste Grundlage ihrer Anlagepolitik. Die Investment-Gesellschaften gehen dabei nämlich von dem Standpunkt aus, daß immer wieder sporadisch auftretende Krisenerscheinungen beobachtet werden können, die nicht die gesamte Volkswirtschaft des betreffenden Landes erfassen, sondern lediglich auf bestimmte Teilbereiche desselben beschränkt bleiben. So kann es z.B.

1) So enthielt z.B. der von der "AG für Verwaltung von Investment Trusts", Zürich/Lausanne betreute Immobilien-Anlagefonds "SIMA" am 31. Oktober 1956 nicht weniger als 328 Einzelobjekte, die sich auf 33 der insgesamt 42 Stadtgemeinden der Schweiz verteilten.

Daneben gibt es aber auch eine Reihe spezialisierter Liegenschafts-Fonds, wie z.B. den von der "Société Internationale de Placements", Basel geleiteten "Anlagefonds für Immobilienwerte in Kanada", genannt "Canada-Immobil", dessen gesamtes Fondsvermögen in Toronto konzentriert ist und sich am 31. Dezember 1956 lediglich aus drei Wohnblöcken und zwei unterirdischen Einstellgaragen zusammensetzte.

2) Von der letztgenannten Möglichkeit machen die schweizerischen Immobilien-Fonds allerdings keinen Gebrauch, da sie vereinbarungsgemäß meist nur städtische Anwesen aufkaufen dürfen, die überdies - sofern sie es nicht schon sind - aus Rentabilitätsgründen alsbald in geeigneter Weise überbaut werden müssen.

Darüber hinaus enthalten die sog. "Verwaltungsordnungen" gewöhnlich auch noch eine Klausel, die den Trust-Leitungen den Erwerb von Fabriken und saisonabhängigen Kurhotels ausdrücklich untersagt.

innerhalb einer bestimmten Branche im Laufe der Zeit zu einer ungesunden Überkapazität kommen, die durch zahlreiche Neugründungen oder einen kontinuierlichen Absatzschwund ausgelöst wird und naturgemäß früher oder später zu den entsprechenden Konsequenzen führen muß. Ferner kann auch ein bisher gut florierender Wirtschaftszweig plötzlich unter den verstärkten Druck der ausländischen Konkurrenz geraten oder aber von der Entwicklung neuer Erfindungen betroffen werden, die ihm seine angestammte Existenzgrundlage weitgehend entziehen. Alle diese Gefahrenmomente, deren Aufzählung sich noch beliebig weit fortsetzen ließe, haben nun die meisten Trust-Leitungen veranlaßt, einer ausgewogenen Anlagenstreuung allergrößte Beachtung zu schenken, um gegen das Auftreten branchenbezogener Konjunkturrückschläge in bestmöglicher Weise gesichert zu sein. Wie jedoch aus der umseitig eingefügten Übersicht hervorgeht, weisen aber die verschiedenen Fonds hinsichtlich ihrer Zusammensetzung trotzdem ganz erhebliche Unterschiede auf, die allerdings zum größten Teil auf die jeweilige Grundstruktur des betreffenden Wirtschaftsraumes zurückzuführen sind. So konzentriert sich z.B. das Anlagevermögen der deutschen Gesellschaften im wesentlichen auf etwa 4-5 wichtige Industriegruppen einschließlich der Elektrizitätsversorgung, während die schweizerischen Trusts ihre Mittel außer in Chemie- und Maschinenwerten vor allem in Bank- und Versicherungsaktien anlegen, deren Berücksichtigung infolge der internationalen Kapitalverflechtung dieser Unternehmungen praktisch einer indirekten Risikostreuung gleichkommt und außerdem - wegen der meist höheren Zinssätze des Auslandes und der dadurch bedingten besseren Ertragslage der Kreditinstitute - die Nettoverzinsung des gesamten Anlagenbestandes in günstiger Weise beeinflußt. Demgegenüber dominieren bei den Rohstoffländern Südafrika und Kanada naturgemäß die Minen- bzw. Montan-, Papier- und Versorgungswerte, wohingegen diejenigen Fonds, die sich ausschließlich aus us-amerikanischen Effekten zusammensetzen, gewöhnlich Wertpapiere aller größeren Wirtschaftszweige dieses weithin autarken Landes enthalten.

Zuweilen stellen sich jedoch der auf eine möglichst umfassende Branchenstreuung bedachten Anlagepolitik einer Investment-Gesellschaft gewisse Schwierigkeiten entgegen, an deren Überwindung auch die findigste Trust-Leitung schon allein deshalb scheitern muß, weil die Voraussetzungen hierfür nicht mehr in den Bereich ihrer betrieblichen Einflußmöglichkeiten fallen.

Die prozentuale Branchenstreuung einiger
deutscher und schweizerischer Investment-Fonds^{x)}

Branche / Fonds	FONDIS	INVESTA	FONSA	SAFIT	CANAC	USSEC
	1	2	3	4	5	6
Chemiewerte	19,9	16,4	12,7	1,3	2,2	8,5
Montanwerte	15,9	16,6	-, -	6,1	10,0	12,8
Elektrowerte	5,6	10,1	-, -	-, -	-, -	12,7
Maschinenwerte	12,6	5,9	19,7	3,3	6,6	
Textilwerte	-, -	3,1	0,5	-, -	-, -	-, -
Lederwerte	-, -	-, -	0,9	-, -	-, -	-, -
Papierwerte	-, -	-, -	0,6	0,7	12,0	2,4
Minenwerte	-, -	-, -	-, -	52,1	2,4	-, -
Kali und Erdöl	16,7	10,8	-, -	-, -	10,0	11,5
Warenhäuser	-, -	2,3	5,7	2,0	2,2	2,6
Nahrungsmittel	0,9	2,5	3,5	2,9	7,3	2,0
Brauereien	3,6	-, -	-, -	0,4	-, -	-, -
Baumaterialien	-, -	2,0	5,5	2,0	3,2	6,1
Verkehr	-, -	0,9	-, -	-, -	2,3	9,4
Versorgung	11,8	6,1	6,0	-, -	16,0	12,1
Banken	-, -	8,0	19,9	0,5	7,1	2,3
Versicherungen	-, -	-, -	14,4	-, -	-, -	
Finanz-Gesellsch.	-, -	-, -	-, -	20,2	2,5	-, -
Diverse	4,8	5,7	2,1	0,6	3,0	2,9
Obligationen	-, -	4,1	2,9	-, -	3,6	7,2
Barbestand	8,2	5,5	5,6	7,9	9,6	7,5
zusammen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

x) ermittelt und zusammengestellt unter Zugrundelegung der in den Rechenschafts- bzw. Verwaltungsberichten der einzelnen Gesellschaften angegebenen Prozentsätze.

Fonds 1 enthält nur deutsche Werte
Stichtag: 30. Juni 1957

Fonds 2 enthält ebenfalls nur deutsche Werte
Stichtag: 31. März 1957

Fonds 3 enthält nur schweizerische Werte
Stichtag: 30. Juni 1957

Fonds 4 enthält nur südafrikanische Werte
Stichtag: 31. März 1957

Fonds 5 enthält nur kanadische Werte
Stichtag: 31. März 1957

Fonds 6 enthält nur us-amerikanische Werte
Stichtag: 31. Dezember 1956

Wenn daher beispielsweise die westdeutsche Automobilindustrie wider Erwarten in keinem der gegenwärtig bestehenden Anlagefonds vertreten ist, so liegt das keineswegs an ihrer (z.Zt. sehr günstigen) Ertragslage oder ihren (überwiegend als gut beurteilten) Zukunftsaussichten, sondern lediglich an den spezifischen Besonderheiten der augenblicklichen Eigentumsverhältnisse, die den Investment-Gesellschaften die Verwirklichung einer etwaigen Beteiligungsabsicht einfach nicht gestatten. Während nämlich das sog. "Volkswagenwerk" bekanntlich zum Vermögen der öffentlichen Hand gehört und die Aktien der Firmen Opel, Ford und Daimler-Benz ganz oder zum größten Teil im Besitz von Dach- bzw. Konzerngesellschaften sind, stehen die Werke der Borgward-Gruppe und der Auto-Union rechtlich im Eigentum einer G.m.b.H., deren Geschäftsanteile - abgesehen davon, daß sie sich ebenfalls in festen Händen befinden - aus juristischen bzw. ökonomischen Gründen für die Aufnahme in einen Investment-Fonds normalerweise nicht in Frage kommen.¹⁾

Andererseits gibt es aber auch eine ganze Reihe von Gesellschaften, und zwar hauptsächlich in den Vereinigten Staaten, die nicht nur gezwungenermaßen, sondern aus eigener Initiative auf eine breit angelegte Branchenstreuung verzichten und sich bei der Vornahme ihrer Kapitalinvestitionen ganz bewußt auf einen bestimmten Wirtschaftszweig konzentrieren. Ein derartiges Verhalten bedeutet nun zwar eine weitgehende Abkehr von den jahrzehntelang bewährten Investment-Prinzipien, ist aber - sofern es nicht auf rein spekulativen Erwägungen beruht - in Anbetracht der überdimensionalen Größe des us-amerikanischen Wirtschaftsraumes unter gewissen Einschränkungen durchaus vertretbar und vor allem dann relativ ungefährlich, wenn es sich bei der ausgewählten Branche um eine weitverzweigte Industriegruppe handelt, die ein vielfältiges Produktionsprogramm aufweist und über einen sowohl räumlich als auch strukturell stark differenzierten Abnehmerkreis verfügt. Zu denken wäre ferner an die sog. "Versorgungsbetriebe" oder "public utilities", die auch innerhalb der meisten deutschen Fonds einen überaus breiten Raum einnehmen und sich vor allem dadurch

1) Die im Börsenhandel erhältlichen BMW-Aktien bilden dagegen insofern eine Ausnahme, als sie seit Jahren dividendenlos geblieben sind, außerdem noch - hauptsächlich infolge der offensichtlichen Interessenkäufe - ungewöhnlich starken Kursschwankungen unterliegen und daher nur ein äußerst unbrauchbares Investitionsobjekt darstellen würden.

auszeichnen, daß sie Konjunkturschwankungen gegenüber ziemlich unempfindlich sind. Schließlich kämen hierfür noch die Teilhaberpapiere verhältnismäßig junger und dementsprechend entwicklungsfähiger Wirtschaftszweige, wie z.B. der Kunststoff- oder der Elektroindustrie in Frage, bei denen das erhöhte Vermögensrisiko in der Chance wachsender Erträge und der Aussicht auf zukünftige Wertsteigerungen ein äquivalentes Gegengewicht findet.¹⁾

Im Zusammenhang mit diesen Uniformierungstendenzen ist nun auch auf die doppeldeutige Rolle der Investment-Zertifikate hinzuweisen, welche diese im Hinblick auf die Risikostreuung spielen können, wenn sie als Anlageobjekte in den Fonds einer anderen Investment-Gesellschaft aufgenommen werden. Handelt es sich nämlich bei letzterem um ein gut gemischtes Effekten-Portefeuille, dann wird natürlich eine zusätzliche Bereicherung dieses Wertpapierbestandes durch die Anteilscheine eines zweiten oder dritten Investment-Fonds die bereits vorhandene Risikostreuung nicht mehr wesentlich vergrößern, sondern gegebenenfalls sogar verkleinern oder aber dazu dienen, eine etwaige Sperrklausel, wie sie z.B. in § 7, Abs. 3 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften zwingend festgelegt ist, auf indirekte Art zu umgehen.²⁾ Werden die Zertifikate dagegen von

- 1) Ein typisches Beispiel für einen derartigen Spezialfonds bildet das Anlagevermögen des sog. "Television-Electronics Fund, Inc.", Chicago, dessen Anteilscheine auch in Deutschland erhältlich sind und auf einem Effekten-Portefeuille basieren, welches nur aus Wertpapieren solcher Gesellschaften besteht, deren Unternehmungszweck mit dem praktischen Anwendungsbereich der Kernphysik oder ähnlicher Gebiete zusammenhängt. Trotzdem enthielt es z.B. am 31. Oktober 1956 nicht weniger als 145 verschiedene Aktienwerte, worunter sich auch Papiere so bekannter Firmen wie American Telephone & Telegraph, Babcock & Wilcox, Boeing Airplane, du Pont de Nemours, Eastman Kodak, General Electric, Lockheed Aircraft, Pullman, Technicolor, Twentieth Century-Fox und andere befanden.
- 2) Nach der zitierten Bestimmung darf eine deutsche Kapitalanlagegesellschaft höchstens 5 bzw. 7,5 % ihres Fondsvermögens in Wertpapieren desselben Ausstellers investieren. Würde sie nun diesen Swing voll ausnutzen und die übrigen 95 bzw. 92,5 % der ihr zur Verfügung stehenden Mittel in Zertifikaten anderer Gesellschaften anlegen dürfen, die sich ihrerseits wieder zu je 5 oder 7,5 % aus den Effekten des gleichen Emittenten zusammensetzen, so würden praktisch 9,75 bzw. 14,4 % ihres Anlagenbestandes aus den Wertpapieren eines einzigen Ausstellers bestehen, was natürlich eine ganz beträchtliche Risikoballung darstellt und ihr außerdem - wenn der Fonds genügend groß ist und sie auch die nachgeschalteten Untergesellschaften beherrscht - zu einer wirtschaftlichen Kontrolle des betreffenden Unternehmens verhelfen würde.

einem spezialisierten Fonds erworben und beruhen sie selbst auf einem genügend breit angelegten Effektenbündel, dann wird natürlich dessen wirtschaftliche Basis entsprechend erweitert, was hinsichtlich einer besseren Risikostreuung unzweifelhaft einen nicht zu unterschätzenden Vorteil darstellt.¹⁾ Meines Erachtens ist daher das in § 7, Abs. 6 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften verankerte generelle Ankaufsverbot für Anteilscheine anderer Investment-Fonds nicht sehr zweckmäßig und sollte deshalb zu gegebener Zeit durch eine elastischere Mißbrauchsgesetzgebung ersetzt werden, die den Bedürfnissen spezialisierter Trusts besser Rechnung trägt und die Entscheidung über das Vorliegen eines verschleierte Umgehungsversuches den zuständigen Instanzen der Bankaufsichtsbehörde überläßt.²⁾

Die von einer Investment-Gesellschaft eingeschlagene Politik der Anlagensteuerung, sei sie nun umfassender Art oder lediglich mehr oder weniger eingeeengt, bildet aber wie bereits eingangs erwähnt wurde - trotz ihrer unbestreitbaren Fähigkeit zur weitgehenden Nivellierung der verschiedenen "Engagementsrisiken" im Grunde genommen immer nur ein zusätzliches Hilfsmittel, dessen planvolle Anwendung die bestmögliche Absicherung der in Form von Wertpapieren bzw. Grundstücksrechten investierten Kapitalien bezweckt. Die primäre Maßnahme dagegen, durch welche dieses Ziel in erster Linie angestrebt werden muß, ist und bleibt die gründliche Untersuchung jedes einzelnen Anlageobjektes und die laufende Beobachtung seines weiteren substanz- bzw. ertragsbezogenen Nutzungswertes. Stellt sich nun im Lauf der Zeit heraus, daß eine bestimmte Vermögensanlage den in sie gesetzten Erwartungen aus irgend einem Grund nicht mehr oder nur noch unvollständig entspricht, so wird die betreffende Trust-Leitung dieses Engagement normalerweise ohne

1) Vgl. hierzu auch das weiter oben gebrachte Beispiel des "SAFIT"-Fonds, dessen Vermögen - wie aus der dort wiedergegebenen Zusammenstellung ersichtlich ist - am 31. März 1957 zu 52,1 % aus Minenwerten und zu nicht weniger als 20,2 % aus Beteiligungen an Finanz-Gesellschaften bestand, von denen die meisten reine Investment Trusts waren.

2) Die Bildung zweit- oder gar dritstufiger Wertpapier-Fonds, die ihr Vermögen ausschließlich in den Zertifikaten anderer Investment-Gesellschaften anlegen und von Linhart: a.a.O., S. 379 f. als "Zweckformen höherer Ordnung" bezeichnet werden, bleibt dagegen entschieden abzulehnen, da sie ertragsmäßig äußerst unrentabel ist und eine risikopolitisch nicht gerechtfertigte Verschachtelung der einzelnen Trust-Gruppen zur Folge haben würde.

Zögern liquidieren, um baldmöglichst eine geeignetere Neuinvestition vornehmen zu können. Mithin besteht also die auf Grund einer systematischen Beschaffungsforschung durchgeführte Anlagepolitik einer Investment-Gesellschaft nicht nur aus Ankaufs-, sondern ebenso auch aus Verkaufsentscheiden, was diesen Unternehmungen marktpolitisch insofern eine etwas eigenartige Sonderstellung verleiht, als sie - im Gegensatz zu den übrigen Betriebswirtschaften - mit ihrem Beschaffungsmarkt in der Regel auf zweifache Weise verbunden sind. Betriebstechnisch gesehen benutzen sie ihn nämlich gewissermaßen als eine Art Anlagenreservoir, welchem sie von Zeit zu Zeit bestimmte Investitionsobjekte entnehmen, andere aber wieder zuführen, falls ihnen die Vornahme einer derartigen "Substitution" im Interesse der Kapitalwerterhaltung des Gesamtvermögens angebracht zu sein scheint.¹⁾

Diesen anlagepolitisch bedingten Austausch einzelner Vermögensteile, sowie die damit verbundene Kontrolle des gesamten Anlagenbestandes zwecks Aufrechterhaltung seiner optimalen Ertragskraft umschreibt man nun gewöhnlich mit dem Ausdruck "management" und bezeichnet diejenigen Gesellschaften, die ihre Anlagepolitik nach den Grundsätzen einer dynamischen Beschaffungsforschung ausrichten als "management companies" bzw. "management trusts".²⁾ Obwohl nun ein derartiges Marktverhalten, welches die beschaffungsorientierten Dispositionsentscheide einer verantwortungsbewußten Trust-Leitung mit der augenblicklichen Wirtschaftslage in Einklang zu bringen sucht, im Hinblick auf die spezifischen Funktionen der Kapitalanlagegesellschaften zweifellos von allergrößter Wichtigkeit ist, gibt es doch - worauf schon in der historischen Einleitung hingewiesen wurde - noch immer eine Reihe von Investment Trusts,

1) Vgl. auch die ähnlich gehaltenen Ausführungen von Se i - s c h a b: a.a.O., S. 182 ff.

2) Zur besseren Unterscheidung vom sog. "industrial management", welches sich auf die Leitung eines Industrie- oder Handelsbetriebes bezieht, spricht man auch häufig von einem "financial management", wenn man die kontinuierliche Überwachung eines Effekten-Portefeuilles und die Lösung der damit zusammenhängenden Anlageprobleme meint. Beruht nun diese Tätigkeit auf einer langjährigen Erfahrung in der Vermögensverwaltung ("investment-business"), so spricht man gewöhnlich von einem sog. "expert management", wird sie dagegen hauptsächlich unter Anwendung statistisch-wissenschaftlicher Forschungsmethoden betrieben, so nennt man sie meist "scientific management".

Vgl. auch H ü g l: a.a.O., S. 47

die von einer laufenden Anpassung ihres Fondsvermögens an die jeweilige Konjunkturentwicklung freiwillig absehen und statt dessen - im Vertrauen auf ein langfristiges Wachstum aller Wirtschaftszweige - das einmal ausgewählte Anlagenbukett unverändert beibehalten.¹⁾ Diesen "fixed trusts" ist es also z.B. infolge ihrer starren Anlagepolitik nicht möglich, der ursprünglich geplanten Risikostreuung durch die Aufnahme zusätzlicher Effektergattungen eine breitere Basis zu geben, wenn ihnen der erfolgreiche Absatz ihrer Zertifikate weitere Barmittel zufließen läßt. Sie investieren vielmehr bei einer eventuellen Erweiterung ihres Anlagefonds in der Regel immer wieder in den gleichen Wertpapierarten, was zwar deren prozentualen Anteil am Gesamtvermögen des Trusts relativ konstant läßt, absolut gesehen aber die Höhe der einzelnen Werteinbußen stark vergrößert, sobald es einmal bei bestimmten Anlageobjekten zu einer rückläufigen Entwicklung ihres Börsenkurses kommt.

Während also die "fixed trusts" praktisch tatenlos zusehen müssen, wie sich der Gesamtwert ihres Anlagenbestandes dem jeweiligen Kursverlauf entsprechend in positiver oder negativer Weise verändert, stehen den "management companies" vor allem zwei Möglichkeiten offen, mit deren Hilfe sie die voraussichtliche Entwicklungstendenz rechtzeitig "antizipieren" bzw. die bereits eingetretenen Kursverschiebungen zum Vorteil des Fondsvermögens ausnutzen können:

1. Hat sich die Börsennotierung bestimmter Wertpapiere stark erhöht und ist ein weiterer Anstieg nicht mehr zu erwarten, so können sie die betreffenden Effekten abstoßen, die zwischenzeitlich aufgelaufenen Kursgewinne realisieren und den einbehaltenen Gegenwert in anderen Investitionsobjekten anlegen, deren niedrigerer Kursstand eine baldige Erhöhung desselben erhoffen läßt und außerdem die Nettoverzinsung des Anlagenbestandes in günstiger Weise beeinflusst.

1) Gewisse Eliminierungen einzelner Wertpapiere können allerdings dadurch erforderlich werden, daß die betreffenden Gesellschaften in Konkurs geraten, eine Liquidation bzw. Fusion beschließen oder aber ihre Dividendenzahlungen einstellen, was in den Trust-Bestimmungen häufig als spezieller Aussonderungsgrund angegeben wird.

Um diese Sonderfälle anlagepolitisch berücksichtigen zu können, stellt man gewöhnlich eine sog. "Reserveliste" auf, in welcher diejenigen Investitionsobjekte aufgezählt werden, die gegebenenfalls als Ersatz für die ausgefallenen Anlagewerte herangezogen werden dürfen.

Vgl. auch Bruppacher: a.a.O., S. 219 ff.

2. Steht dagegen bei gewissen Papieren vermutlich ein spürbarer Kursrückgang bevor, so werden sie die in Frage kommenden Werte zwar ebenfalls veräußern, nach dem Abklingen der Baisse-Periode aber wieder zurückkaufen und mit dem ersparten Differenzbetrag, den ein starrer Fonds zwangsläufig verlieren würde, zusätzliche Effektenanschaffungen finanzieren, so daß sich also ihr Besitzstand - von den angefallenen Börsenspesen abgesehen - trotz der stattgefundenen Teilentwertung im allgemeinen nicht wesentlich vermindern wird.¹⁾

Angesichts dieser Tatsachen ist es daher nicht weiter verwunderlich, daß sich die "fixed trusts" in Europa nicht durchsetzen konnten und auch in den Vereinigten Staaten, wo sie ihren seinerzeitigen Aufschwung hauptsächlich einer psychologisch verständlichen Schockreaktion des von den "management companies" enttäuschten Anlagepublikums verdanken, immer mehr an Bedeutung verlieren, obwohl man sich schon bald bemühte, ihre oben geschilderten Nachteile durch die Ausbildung zahlreicher, als "semi-fixed" types" bezeichneter Zwischenformen wenigstens teilweise wieder zu kompensieren.²⁾ Andererseits wäre es nun aber verkehrt, einen beweglichen Anlagefonds als der Weisheit letzten Schluß zu betrachten, da auch seiner Anpassungsfähigkeit gewisse Grenzen gesetzt sind, die den Erwerb eines Investment-

- 1) Weitere Argumente gegen die unelastische Anlagepolitik der "fixed trusts" bzw. für die Durchführung marktkonformer Austauschoperationen bei H ü g l: a.a.O., S. 183 und L i n - h a r d t: a.a.O., S. 254 ff.
- 2) Vgl. auch die bereits im Rahmen der historischen Übersicht gemachten Angaben, ferner S e i s c h a b: a.a.O., S. 76 ff., sowie R o s e n s t i e l: "Neue Blüte der amerikanischen Investment Trusts", "Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", Jg. 1950, H. 10, S. 14 ff.

Es bleibt jedoch noch darauf hinzuweisen, daß zuweilen auch die als "management trust" organisierten Investment-Gesellschaften ihr Portefeuille längere Zeit hindurch unverändert beibehalten, wenn sie keine Veranlassung sehen, seine Zusammensetzung aus irgendeinem Grund zu ändern. So bestand z.B. das Wertpapiervermögen des sog. "FONDIS" Fonds auch Mitte 1957 im wesentlichen noch immer aus den gleichen 18 Aktienwerten, die es bereits bei seiner im Jahre 1955 erfolgten Auflage enthielt und denen trotz der laufenden Vergrößerung des Anlagenbestandes lediglich ein einziges Engagement neu hinzugefügt wurde. Nichtsdestoweniger ist aber dieser Fonds auf Grund seiner Satzungen zweifellos zu den dynamisch geleiteten Investment Trusts zu rechnen, denn entscheidend für den Begriff des "management" ist nicht ein tatsächlich stattgefundener Anlagen austausch, sondern lediglich das Vorhandensein der bloßen Austauschmöglichkeit.

Zertifikates nicht völlig von den Risiken einer ökonomisch-rationellen Kapitalanlage befreien. Obzwar nämlich die laufende Substitution des Fondsvermögens einen flexiblen Trust den wirtschaftlichen Wechsellagen gegenüber wesentlich widerstandsfähiger macht als einen starren, gibt es doch eine ganze Reihe von Fällen, in denen selbst das beste "management" an der Macht der äußeren Umstände scheitern muß, wenn es darum geht, den Wert des Anlagenbestandes vor schädigenden Einflüssen zu schützen. Zu denken ist dabei vor allem an einen kräftigen Konjunkturückschlag umfassender Art, der das Kursgefüge der Effektenmärkte generell in Mitleidenschaft zieht und infolgedessen auch bei der Vornahme taktisch richtiger Um-dispositionen unweigerlich zu mehr oder weniger starken Substanzverlusten führt. Da ferner stets mit dem überraschenden Auftreten kursverändernder Einflußfaktoren zu rechnen ist, von denen sich weder die Wirkungsrichtung noch der Intensitätsgrad in annähernd genauer Weise abschätzen läßt, kann es außerdem zuweilen vorkommen, daß die von der Trust-Leitung erwartete und dementsprechend eingeplante Börsenreaktion im letzten Moment ausbleibt oder aber einen gänzlich unvermutheten Verlauf nimmt, wodurch natürlich die bereits getroffenen Vorbeugungsmaßnahmen unter Umständen gerade das Gegenteil von dem erreichen, was sie ihrer ursprünglichen Zielsetzung nach wertmäßig bezwecken sollten.¹⁾

Schließlich aber kann - und das ist ein nicht zu unterschätzender Einwand gegen eine völlig unkontrollierbare Anlagen-substitution - ein lediglich vom freien Ermessen der Trust-Leitung abhängiges "management" die betreffende Kapitalanla-

1) Wenn aber von B a d g e r - G u t h m a n n: a.a.O., S.614 im Hinblick auf diese Möglichkeit die Ansicht vertreten wird, die weitgehende Unabhängigkeit der "fixed trusts" von der sachverständigen Objektivität ("judgement and integrity") ihrer Geschäftsleitung sei ein besonderer Vorteil gegenüber den "management companies", so kann dieser, noch auf die Ent-täuschung des Jahres 1929 zurückzuführenden Meinung hier nicht zugestimmt werden, da Fälle wie der oben beschriebene in Anbetracht der meist großen Erfahrungen und überdurchschnittlichen Fachkenntnisse einer soliden Trust-Leitung normalerweise nur sehr vereinzelt auftreten dürften und daher lediglich als Ausnahme, nicht aber als allgemeine Regel anzusehen sind.

Gerechterweise ist in diesem Zusammenhang jedoch zuzugeben, daß - wie das obige Beispiel zeigt - der sukzessive Austausch einzelner Investitionsobjekte nicht nur bestimmte Schadensquellen ausschaltet, sondern andererseits auch wieder neue Gefahrenmomente mit sich bringt, die O f f n e r: a.a.O., S. 84 als "spezifische Investment-Risiken" bezeichnet.

gesellschaft bewußt oder unbewußt von der Erfüllung ihrer eigentlichen Betriebsaufgabe abdrängen und ihr Betätigungsfeld auf mehr oder weniger abseitige Interessengebiete verlagern. Daß sich eine Investment-Gesellschaft auf diese Weise zu einer Finanzierungs- bzw. Übernahmegesellschaft entwickelt, ist allerdings kaum anzunehmen und zumindest so lange ziemlich unwahrscheinlich, so lange hinter ihr eine Reihe namhafter Großbanken steht, die sich selbstverständlich streng davor hüten werden, ihren Ruf durch die Vornahme unseriöser Effektenmanipulationen leichtsinnigerweise aufs Spiel zu setzen.¹⁾ Auch die Gefahr, daß eine Investment-Gesellschaft allmählich den Charakter einer sog. "holding company" annimmt, indem sie sich durch den Erwerb von Aktienmehrheiten bzw. Sperrminoritäten eine wirtschaftspolitisch unerwünschte Machtstellung verschafft, dürfte nicht allzu groß sein, da sich diese Möglichkeit - was für die deutschen "management companies" bereits geschehen ist - durch eine gesetzliche oder statuarische Festsetzung quotaler Anlagebeschränkungen verhältnismäßig einfach und auch relativ sicher unterbinden läßt.

Dagegen kann aber die von einem Investment-Trust betriebene Austauschpolitik ("turn-over" oder "switching") sehr leicht zu einer regelrechten Geschäftstätigkeit ("short-selling") ausarten, die die betreffende "management company" praktisch auf das Niveau einer spekulativ eingestellten Effektenhandelsgesellschaft herunterdrückt. Wann jedoch ein derartiger Fall tatsächlich eintritt, wird sich im einzelnen nur sehr schwer ermitteln lassen, da der Übergang von einer elastischen Kapitalanlage einerseits zu einer kurzfristigen Wertpapierspekulation andererseits meist ein sehr flüssiger ist und überdies von verschiedenen Marktfaktoren abhängt, die den Unterschied zwischen diesen Tatbeständen oft stark verwischen. Während nämlich die Trust-Leitungen - wie auch schon das vorerwähnte Beispiel des "FONDIS"-Fonds zeigte - im Verlauf eines allgemeinen Wirtschaftsaufschwunges an der Zusammensetzung ihrer Effekten-Portefeuilles kaum wesentliche Änderungen vornehmen und aus naheliegenden Gründen

1) So könnte z.B. die Geschäftsleitung eines bestimmten Investment Trust durch die Intervention eines ihr nahestehenden Kreditinstitutes unter Umständen dazu veranlaßt werden, teilweise auch die Aktien bzw. Obligationen einer an die betreffende Bank verschuldeten Handelsgesellschaft in den von ihr verwalteten Wertpapier-Fonds aufzunehmen, um dieser die schnellere Mobilisierung ihrer eingefrorenen Betriebsmittelkredite zu ermöglichen.

auch gar nicht vorzunehmen brauchen, werden sie natürlich in Zeiten einer unterschiedlicheren Kursentwicklung ihre Anlagenbestände laufend der jeweiligen Börsentendenz anzupassen suchen. Geschieht dies nun primär in der Absicht, das betreffende Fondsvermögen mit Hilfe dieses "management" vor drohenden Wertverlusten zu bewahren, so wird sich in der Regel auch gegen ein verhältnismäßig häufiges Austauschen einzelner Investitionsobjekte kaum etwas einwenden lassen; bezweckt jedoch eine Trust-Leitung mit der Vornahme bestimmter Umdispositionen die Erzielung zusätzlicher Kursgewinne, so kann dieses Verhalten selbstverständlich nicht mehr als Ausdruck einer flexiblen Investment Politik angesehen werden.

Die Schwierigkeiten, die sich angesichts dieser Sachlage im Hinblick auf eine gerechte Beurteilung derartiger Substitutionsmaßnahmen ergeben, haben daher auch bewirkt, daß man bei der Ausarbeitung des sog. "Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften" von der Einbeziehung entsprechender Klauseln bewußt Abstand nahm und den deutschen "management trusts" keinerlei Dispositionsbeschränkungen auferlegte, die letzten Endes nur die Geschäftsleitungen der Investment-Gesellschaften in der selbstverantwortlichen Ausgestaltung ihrer Anlagepolitik auf das schwerste behindert und bei eventuellen Beanstandungen anläßlich ihrer Überwachung eine endlose Reihe von Widerspruchsklagen heraufbeschworen hätten. Anzustreben bleibt aber in diesem Zusammenhang die allmähliche Herausbildung allgemein anerkannter und gewohnheitsrechtlich befolgter Verfahrensgrundsätze nach dem Vorbild der englisch-schottischen "working arrangements", die den Trust-Leitungen zwar einerseits die nötige Bewegungsfreiheit lassen, sie aber andererseits an die Einhaltung bestimmter Verhaltensmaßregeln binden und den Zertifikats-Besitzern die Gewißheit geben, daß sich die Investment-Gesellschaften nach besten Kräften um die Substanzwerterhaltung der in den verschiedenen Anlagefonds zusammengefaßten Sparkapitalien bemühen.^{1),2)}

-
- 1) Nähere Einzelheiten über die Bedeutung dieser "working arrangements" bei L i n h a r d t: a.a.O., S. 232
 - 2) Unabhängig von der gesetzlich bzw. statuarisch geregelten Zulässigkeit bestimmter Maßnahmen der betriebsinternen Anlagepolitik ist jedoch die Frage ihrer Rechtswirksamkeit gegenüber außenstehenden Dritten, die im Interesse der Verkehrssicherheit von einem eventuellen Verstoß gegen die aufgestellten Anlagevorschriften gewöhnlich unberührt bleibt.
- Vgl. z.B. § 7, Abs. 7 des deutschen Investment-Gesetzes.

b) Die Liquiditätspolitik einer Investment-Gesellschaft

Als weiteres Ergebnis der Beschaffungsforschung einer Investment-Gesellschaft ist ferner auch die von ihr verfolgte Liquiditätspolitik zu betrachten, und zwar vor allem dann, wenn die Ansammlung flüssiger Mittel offensichtlich eine bewußte "Nicht-Investierung" dieser Beträge darstellt. Sofern sich nämlich auf Grund einer entsprechenden Marktforschungstätigkeit ergibt, daß die Durchführung etwaiger Anlagenkäufe im gegenwärtigen Zeitpunkt nicht ratsam erscheint, wird natürlich die betreffende Trust-Leitung von der Vornahme zusätzlicher Neuinvestitionen absehen und die ihr zur Verfügung stehenden Barbeträge als täglich fällige Kontoguthaben für eine spätere Verwendung bereit-

Die Liquiditätsreserven einiger deutscher Investment-Fonds in der Zeit von 1951-1957^{x)}

Fonds / Jahr	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957
FONDRA	0,79	0,30	0,85	2,95	0,15	6,54	12,18
FONDAK	3,66	0,18	9,38	12,45	5,43	2,02	5,30
FONDIS	-,--	-,--	-,--	-,--	2,12	4,89	2,90

x) in % des jeweiligen Gesamtvermögens
Stichtag ist immer der 30. Juni des genannten Jahres
(FONDIS wurde erst im Januar 1955 eröffnet)

halten. In Ausnahmefällen kann sie sich darüber hinaus vielleicht sogar veranlaßt sehen, auch die bereits eingegangenen Engagements wenigstens teilweise wieder zu lösen, um den Substanzwert ihres Fondsvermögens durch das Abstoßen besonders risikoreicher Investitionsobjekte bis zu einem gewissen Grad konjunkturell zu neutralisieren. Eine vollständige Liquidation des jeweiligen Effektenbestandes läßt sich dagegen - soweit sie lediglich aus Anlaß einer vorübergehenden Baisse-Periode vorgenommen wird und nicht etwa zu einer Totalauflösung der betreffenden Anlagegemeinschaft führt - mit dem Wesen einer seriösen Investment-Gesellschaft unter keinen Umständen vereinbaren, da sie dem Grundsatz einer möglichst langfristigen Kapitalanlage auf das größte widerspricht. Ein derartiges Vorgehen läuft nämlich im Grunde genommen auf das gleiche hinaus, wie eine routinemäßig betriebene Anlagensubstitution, die bekanntlich zu den typischen Kennzeichen der sog. "trading pools" gehört,

wohingegen die "investment trusts" bei der Planung ihrer Kapitaldispositionen stets den sog. "long term view point" im Auge behalten müssen. Nachdem nun aber andererseits jeder konkrete Einzelfall verschieden gelagert ist und hinsichtlich seiner Besonderheiten immer nur im Zusammenhang mit der augenblicklichen Wirtschaftslage beurteilt werden kann, läßt sich natürlich das anlagepolitisch vertretbare Ausmaß einer zweckentsprechenden Liquiditätsmarge nicht generell festlegen, sondern höchstens durch das Aufstellen ziemlich weitgefaßter Geschäftsbedingungen mehr andeutungsweise als genau umschreiben.¹⁾

Im allgemeinen werden also die Trust-Leitungen nicht nur die Art, sondern auch den Umfang ihrer Beschaffungstätigkeit der jeweiligen Marktsituation anpassen und die Abwicklung ihrer Anlagenkäufe mit dem Verlauf der voraussichtlichen Preisbewegung in Einklang zu bringen suchen. Hieraus resultiert aber wieder ein entsprechendes Schwanken ihrer Liquiditätsreserven, deren prozentuale Höhe - wie das umseitig angeführte Beispiel zeigt - von Jahr zu Jahr beträchtliche Unterschiede aufweisen kann. So stiegen z.B. die flüssigen Mittel des "FONDAK" im Sommer 1953 ganz erheblich an, als nach dem Abklingen des durch die Korea-Krise ausgelösten Rüstungsbooms und dem Nachlassen der Rohstoffkäufe trotz des allgemeinen Wirtschaftsaufschwunges ein spürbarer Preisrückgang einsetzte, der vorübergehend auch zu einem merklichen Abbröckeln der Aktienkurse führte. Im Jahr darauf erhöhte sich dann zwar der Anteil der Bankguthaben nochmals um einige Prozent, diesmal jedoch aus einem ganz anderen Grund. Die Trust-Leitung befürchtete nämlich nunmehr, daß der nach den Bundestagswahlen von 1953 begonnene und äußerst stürmisch verlaufende Kursanstieg in absehbarer Zeit zu Ende gehen bzw. ins Gegenteil umschlagen würde, und legte sich daher bei der Vornahme ihrer Neuinvestitionen allergrößte Zurückhaltung auf, um später, als die erwarteten Rückschläge nicht eintraten,

1) In Anbetracht dieser Sachlage vermeiden es daher die meisten Investment-Gesellschaften bereits von sich aus, ihren diesbezüglichen Verwaltungsvorschriften eine präzise Formulierung zu geben und sprechen statt dessen von der Unterhaltung eines "angemessenen" Barbestandes bzw. vom eventuellen Verzicht auf eine Kapitalinvestition, falls sich diese zeitweilig als "nicht opportun" erweisen sollte.

Auch die in § 14, Abs. 3 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften getroffene Regelung, derzufolge neue Investment-Satzungen nur dann zu genehmigen sind, wenn sie einen klaren Hinweis auf die Höchstgrenze der zulässigen Bankguthaben enthalten, ist aus den oben genannten Gründen nicht zwingend, sondern lediglich dispositiv.

die angesammelten Barbestände rasch wieder abzubauen. Beim "FONDRA" dagegen, der von der gleichen Gesellschaft betreut wird, kamen die genannten Faktoren liquiditätsmäßig vor allem deshalb nicht so stark zum Ausdruck, weil er damals noch fast zur Hälfte aus Rentenwerten bestand und infolgedessen von einer etwaigen Börsenreaktion bei weitem nicht so bedroht war wie ein reiner Aktienfonds. Um so höher stiegen aber seine Bankguthaben in den Jahren 1956 und 1957, als sich die zunehmende Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Innen- und Außenpolitik in einem allmählichen Nachgeben der Dividendenwerte niederschlug und die Trust-Leitung offensichtlich abwartete, ob sie die verfügbaren Gelder in Gläubiger- oder Teilhaberpapieren anlegen sollte.¹⁾

Im übrigen ist aber bei der Planung der Liquiditätspolitik zu beachten, daß die konjunkturelle Neutralisation bestimmter Teile des Fondsvermögens zwangsläufig auch zu einer weitgehenden Sterilisierung ihrer Ertragskraft führt und daher nur dann vorgenommen werden sollte, wenn sie im Interesse der Substanzwerterhaltung als situationsbedingte Notwendigkeit anzusehen ist.²⁾

c) Die Beschaffungspolitik einer Investment-Gesellschaft

Während sich die bisher erläuterten Dispositionsentscheide der Anlage- bzw. Liquiditätspolitik in der Praxis unmittelbar auf die Erkenntnisse einer entsprechenden Marktforschungstätigkeit stützen, sei abschließend noch kurz zu einem weiteren Problemkreis der innerbetrieblichen Investment-Politik Stellung genommen, deren einschlägige Maßnahmen zwar nur indirekt bzw. nur teilweise auf den Ergebnissen der Beschaffungsforschung beruhen,

- 1) Ähnliche Probleme tauchen analog auch bei den sog. "Immobilien-Fonds" auf, und zwar vor allem dann, wenn sich auf dem Grundstücksmarkt die ersten Anzeichen einer weitgehenden Sättigung bemerkbar machen und jede unüberlegte Neuanlage die Gefahr einer Fehlinvestition heraufbeschwören würde.
- 2) Die vorstehenden Ausführungen - einschließlich der tabellarischen Übersicht - beziehen sich jedoch nicht auf die gesamten Liquiditätsreserven einer Investment-Gesellschaft, sondern lediglich das sog. "Anlagekonto" ("cash for investment"), welches nur die für eine eventuelle Investition bestimmten Teile des Barbestandes enthält. Auf die Rolle des sog. "Ertragskontos", sowie auf verschiedene andere Fragen, die zwar ebenfalls mit dem Liquiditätsproblem zusammenhängen, aber vorwiegend absatzpolitischer Natur sind, wird dagegen erst an späterer Stelle eingegangen werden.

in technischer Hinsicht aber so eng mit diesen verknüpft sind, daß ihrer Einordnung unter das Gebiet der Beschaffungsprobleme vom sachlichen Standpunkt aus keine Bedenken entgegenstehen dürften.

Besagte Maßnahmen, die hier mit dem Begriff "Beschaffungspolitik" umschrieben wurden, nehmen dabei insofern eine gewisse Zwischenstellung ein, als sie zwar noch mit dem umfangreichen Fragenkomplex einer zweckentsprechenden Kapitalinvestition in Zusammenhang stehen, aber nun nicht mehr die materielle Seite dieses Problems betreffen, sondern lediglich die technische Abwicklung der betriebsbedingten Anlagenkäufe. Anders ausgedrückt läßt sich daher sagen, es steht jetzt nicht mehr zur Debatte, was angeschafft werden soll, sondern wie, wann und von wem.¹⁾

Die erste Frage, die hierbei auftaucht, läßt sich verhältnismäßig schnell beantworten, da als Beschaffungsarten praktisch nur zwei Möglichkeiten in Betracht kommen, nämlich der Abschluß von Kassa- oder Termingeschäften, eine seriöse Investment-Gesellschaft aber selbstverständlich nur den erstgenannten Weg einschlagen wird.²⁾ Auch über die Wahl der Beschaffungszeit dürften theoretisch kaum Zweifel bestehen, wenngleich es auf

- 1) Da jedoch eine Investment-Gesellschaft im Rahmen ihrer Verwaltungstätigkeit ab und zu auch bestimmte Realisierungsgeschäfte vornehmen muß, gelten die nachfolgenden Ausführungen analog auch für den Fall eines eventuellen Anlagenverkaufs.
- 2) In der Bundesrepublik ist zwar der Terminhandel in Wertpapieren noch immer verboten, die deutschen Investment-Gesellschaften könnten jedoch derartige Geschäfte notfalls an ausländischen Börsen abschließen, was auf Grund der "Allgemeinen Genehmigung" der damaligen Bank deutscher Länder, Nr. 78/56 vom 11.5.1956, ohne weiteres möglich wäre. Nachdem aber § 9, Abs. 2 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften eine Klausel enthält, derzufolge das Fondsvermögen für Verbindlichkeiten der Trust-Leitung auch dann nicht haftet, wenn sie für gemeinschaftliche Rechnung der Zertifikat-Inhaber eingegangen worden sind, haben die Investment-Gesellschaften an der Vornahme von Termingeschäften verständlicherweise kein besonderes Interesse, da ihnen naturgemäß nichts daran liegt, zu Gunsten der Anteilseigner ein zusätzliches Verlustrisiko zu übernehmen.

Abgesehen davon ist der Effekterterminhandel für Kapitalanlagegesellschaften schon allein deshalb abzulehnen, weil er vorwiegend auf spekulativen Erwägungen beruht und die Bildung der erforderlichen Rückstellungen die Bewertung der Investment-Zertifikate, insbesondere natürlich die Berechnung ihres Ausgabe- bzw. Rücknahmepreises, empfindlich beeinträchtigen würde.

Grund der bereits erläuterten Unsicherheitsfaktoren zuweilen nicht ganz einfach sein wird, den günstigsten Moment tatsächlich herauszufinden. Ferner ist zu berücksichtigen, daß die Trust-Leitung ihre Beschaffungspolitik nicht nur der jeweiligen Marktsituation anpassen muß, sondern vor allem auch der quantitativen Entwicklung des betreffenden Fondsvermögens, weshalb sie den Zeitpunkt bzw. das Ausmaß ihrer Anlagenkäufe nicht immer frei bestimmen kann. Gewöhnlich werden ihr nämlich gerade dann die meisten Gelder zufließen, wenn das Publikum unter dem Eindruck einer steigenden Börsentendenz die Kapitalanlage in Investment-Zertifikaten für besonders empfehlenswert hält, der überhöhte Aktienindex aber die Ausfindigmachung geeigneter Investitionsobjekte bereits stark erschwert. Andererseits kommt es im Verlauf einer längeren Baisse-Periode häufig zu einem überproportionalen Zertifikat-Rücklauf, während doch gerade ein relativ niedriges Kursniveau die größten Chancen für eine zukünftige Wertsteigerung bietet und der Trust-Leitung zahlreiche Möglichkeiten einer vorteilhaften Kapitalanlage eröffnen würde. Wegen der soeben beschriebenen Wechselwirkung muß sie dagegen sowohl die Beschaffungszeiten als auch den jeweiligen Beschaffungsumfang zu allererst mit den Erfordernissen einer situationsgerechten Liquiditätspolitik in Einklang zu bringen suchen, darüber hinaus aber stets darauf bedacht sein, die Absatzkurve ihrer Zertifikate in marktkonformer Weise zu beeinflussen.^{1),2),3)}

Eine Reihe schwerwiegender Entscheidungen erfordert schließlich auch die Frage, welche der generell zur Verfügung stehenden Beschaffungswege für die Abwicklung der laufenden Anlagekäufe grundsätzlich in Betracht zu ziehen sind. Obwohl nämlich das funktionsabhängige Beschaffungsgebiet einer Investment-Gesellschaft lediglich einen mehr oder weniger großen Teilbe-

- 1) Die Durchführung der entsprechend abgestimmten Werbeaktionen wird später noch eingehend erörtert werden.
- 2) Zuweilen läßt sich die Beschaffungspolitik einer Investment-Gesellschaft auch noch dadurch freizügiger gestalten, daß finanzkräftige Korrespondenz- bzw. Teilhaberbanken eine absatzstabilisierende Ausgleichsfunktion übernehmen und die rücklaufenden Zertifikate so lange auf eigene Rechnung im Portefeuille behalten, bis sie wieder im Anlagepublikum untergebracht werden können.
- 3) Was vorstehend über den wechselseitigen Zusammenhang zwischen dem Zertifikat-Umlauf und der jeweiligen Höhe der Effektenkurse ausgeführt wurde, gilt natürlich ebenso für eventuelle Schwankungen der Grundstückspreise und die davon abhängige Entwicklung der Immobilien-Fonds.

reich des organisierten Kapitalmarktes umfaßt, verfügen die Trust-Leitungen in der Regel über mehrere Möglichkeiten zur praktischen Realisierung des aufgestellten Investitionsprogrammes. Dementsprechend können sie also die einzelnen Vermögensteile meist auf verschiedene Weise erwerben, wobei jedoch - falls es sich um Effektenkäufe handelt - aus Gründen einer zeit- und kostensparenden Überwachungstätigkeit darauf zu achten ist, daß die anzuschaffenden Wertpapiere möglichst alle an der gleichen Börse kotiert sind.

Die betriebspolitisch zweckmäßigste und normalerweise auch am häufigsten angewandte Beschaffungsmethode besteht gewöhnlich darin, daß sich die Investment-Gesellschaften die benötigten Anlageobjekte auf direktem Wege besorgen und - soweit sie ihre Fonds aus diversen Wertpapierarten zusammenstellen - die entsprechenden Orders durch einen eigenen Börsenvertreter ausführen lassen.¹⁾ Bei den Immobilien-Fonds dagegen äußert sich die wesensbedingte Beschaffungstätigkeit in der Einholung und sachgerechten Überprüfung geeigneter Kaufangebote für bebaute oder unbebaute Grundstücke, aus denen dann der verantwortliche Anlagenausschuß - häufig auch "Experten-Komitee" genannt - die günstigsten Objekte auswählt.²⁾

Relativ unbedenklich ist bei seriösen Effekten-Trusts auch die teilweise Übernahme neuaufgelegter Wertpapier-Emissionen, wenn die Zeichnung der betreffenden Stücke auf öffentlichem Wege er-

-
- 1) So kann man z.B. in den Wirtschaftsteilen der großen Tageszeitungen immer wieder von sog. "Meinungskäufen" lesen, mit denen die westdeutschen Investment Trusts an den Effektenbörsen der Bundesrepublik "vertreten" sind.
- 2) So holte z.B. - dem Rechenschaftsbericht des bereits mehrfach erwähnten "Immofonds" zufolge - seine zuständige Verwaltungsgesellschaft, die "AG für Fondsverwaltung Zug", allein im Jahre 1956 nicht weniger als 250 Offerten ein, von denen zwar 60 eingehend geprüft, aber nur 6 endgültig berücksichtigt wurden. Darüber hinaus wäre in diesem Zusammenhang noch zu erwähnen, daß sich die Immobilien-Trusts nicht nur um den Erwerb bzw. um die Errichtung ihrer Anlageobjekte zu kümmern haben, sondern ebenso auch um ihre laufende Vermietung, da ja erst letztere eine angemessene Verzinsung der investierten Kapitalien ermöglicht. Im Hinblick darauf stellte z.B. die "Société Internationale de Placements" in ihrem 7. Verwaltungsbericht für den Liegenschafts-Fonds "Swissimmobil Neue Serie" ausdrücklich fest, daß die "Zahlungsmoral der Mieterschaft" nach wie vor gut war, weshalb sich auch die Ergreifung "rechtlicher Maßnahmen" nur vereinzelt als notwendig erwies.

folgt, die Bonität ihres Emittenten außer Zweifel steht und die einschlägigen Verwaltungsregeln - insbesondere also die art- und mengenmäßigen Anlagevorschriften - pflichtgemäß befolgt werden. Dieses sog. "underwriting", welches vor allem in England betriebstechnisch ein wichtiges Hilfsmittel der dortigen "investment companies" bildet, dürfte jedoch für die deutschen Gesellschaften z.Zt. nicht sehr aktuell sein, da es hauptsächlich bei Anleihen angewandt wird, die Fonds der letzteren aber - vom sog. "FONDRA" abgesehen - praktisch nur Aktienwerte enthalten.¹⁾

Beschaffungspolitisch viel bedenklicher erscheinen dagegen solche Maßnahmen der Geschäftsleitung, die offensichtlich die Gefahr einer eventuellen Interessenkollision heraufbeschwören und sich demzufolge relativ einfach zu einer bewußten Schädigung der Anteilseigner mißbrauchen lassen. Mit derartigen Manipulationen ist vor allem immer dann zu rechnen, wenn gewisse Kreise aus persönlichen Gründen am Zustandekommen eines bestimmten Geschäftes interessiert sind und gleichzeitig auch über den nötigen Einfluß verfügen, mit dessen Hilfe sie ihre eigennützigen Ziele ungestört durchsetzen können. Um diese Möglichkeit von vornherein auszuschalten, wurde in das deutsche Investment-Gesetz eine besondere Klausel aufgenommen, die eine undurchsichtige Vermischung privater und treuhänderischer Geschäftsinteressen verhindern soll und die es den zuständigen Vertretern einer Kapitalanlagegesellschaft ohne Ausnahme untersagt, mit dieser selbst irgendwelche Anlagenkäufe zu tätigen, sofern letztere - nämlich die Gesellschaft - bei den betreffenden Transaktionen für gemeinschaftliche Rechnung der Zertifikat-Besitzer handelt.²⁾

Benachteiligungen der Anlegerkreise können sich ferner auch ergeben, wenn zwar nicht die einzelnen Mitglieder der Verwaltungsorgane, dafür aber der Trust als solcher mit seinen Fonds offizielle Geschäfte abschließt und von diesen bestimmte Anlageobjekte übernimmt bzw. andere an sie abgibt. Auf diese Wei-

1) Über die technischen Einzelheiten des "underwriting"-Geschäftes, das die englischen Investment-Gesellschaften in der Regel unter Zuhilfenahme ihrer Verbandsorganisation, der sog. "British Trust Association" betreiben, vgl. L i n - h a r d t: a.a.O., S. 257 bzw. 339.

2) Vgl. hierzu § 5 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften.

se kann nämlich die betreffende Gesellschaft ihre Fonds mit wertlosen Effekten überschwemmen oder von den günstigsten Objekten entblößen, um für sich selbst auf Kosten der Anlagegemeinschaft ungerechtfertigte Sondergewinne zu erzielen. Andererseits bringt aber ein derartiges Vorgehen, wenn es auf soliden Grundlagen beruht und lediglich im Interesse der Zertifikat-Erwerber durchgeführt wird, für letztere nicht unerhebliche Vorteile mit sich, weshalb es z.B. in den USA relativ häufig zur Anwendung kommt. Im Gegensatz zu den sog. "Cash Fund Trusts", welche immer nur sovieler Wertpapiere erwerben können, wie sie Zertifikate absetzen, verfügen nämlich die sog. "Appropriation Trusts", die nach der Methode des Eigen-erwerbs vorgehen, stets über einen gewissen Vorrat an brauchbaren Investitionsobjekten, den sie zu günstigen Bedingungen anschaffen und so lange in eigener Regie verwalten, bis sie ihn nach und nach an den Fonds weiterverkaufen können. Diese Sonderform der Beschaffungstechnik, durch welche sich die weiter oben beschriebene Gegenläufigkeit zwischen der Kurve des Zertifikat-Absatzes einerseits und der Rentabilität bzw. Bonität der noch greifbaren Anlagemöglichkeiten andererseits bis zu einem gewissen Grad ausgleichen läßt, dürfte jedoch für die deutschen Investment Trusts auf Grund ihrer besonderen Konstruktion nicht in Frage kommen, da die betreffenden Gesellschaften derartige Geschäfte praktisch mit sich selbst abschließen müßten, und zwar einerseits - nämlich als Verkäufer - für eigene Rechnung und andererseits - nämlich als Käufer - für Rechnung der Zertifikat-Besitzer. Das aber wäre ein rechtlich unzulässiges "Selbstkontrahieren" im Sinne des § 181 BGB und daher eo ipso unwirksam, obwohl es im Gesetz über Kapital-anlagegesellschaften nicht eigens verboten worden ist.^{1),2)}

- 1) Über die Technik der "cash-" bzw. "appropriation-method" vgl. auch B a r o c k a: a.a.O., S. 76 und R i n s o z: a.a.O., S. 109.
- 2) Probleme ähnlicher Art erheben sich analog auch dann, wenn ein Trust mehrere Fonds gleichzeitig verwaltet und bestimmte Anlageobjekte des einen in das Vermögen des andern überführen will, weil z.B. der letztere beim Publikum einen größeren Anklang findet als der erste. Auch hier können sich nämlich, je nachdem, ob das Geschäftsgebaren der Gesellschaft als seriös anzusprechen ist oder nicht, für die betreffenden Investment-Sparer erhebliche Vor- oder Nachteile ergeben, während bei den deutschen Trusts hinsichtlich des "Selbstkontrahierens" juristisch die gleichen Schwierigkeiten auftreten, wie bei der vorerwähnten "appropriation-method".

Schließlich sei noch darauf hingewiesen, daß nicht nur der Trust selbst, sondern auch dritte Instanzen mit Hilfe einer dolosen Beschaffungspolitik bewußte Schädigungen der Anteilseigner herbeiführen können. Besonders in der Schweiz und in den USA kam es früher des öfteren zu einem systematischen "Auskaufen" zahlreicher Investment Trusts bzw. zu einem betrügerischen Abladen wertloser Effekten auf einen unselbständigen Anlage-Fonds, woran sich insbesondere die Gründungsbanken des betreffenden Trust zu beteiligen pflegten.¹⁾ Während nun in der Schweiz diese Gefahren de jure auch heute noch bestehen und die Vereinigten Staaten im sog. "Investment Companies Act" von 1940 lediglich eine ziemlich summarische Bestimmung verankerten, derzufolge der sog. "boards of directors" zur Wahrung seiner beschaffungspolitischen Unabhängigkeit nicht mehr als zur Hälfte aus nahestehenden "bankers" oder "brokers" bestehen darf, versuchte man in der Bundesrepublik die Vermögensbestände der Investment-Fonds dadurch zu schützen, daß sämtliche Effektentransaktionen gemäß § 11, Abs. 5 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften stets zum jeweiligen Tageskurs vorgenommen werden müssen. Der praktische Wert dieser Schutzvorschrift ist aber m.E. nur sehr gering, da gerade diejenigen Kreise, gegen die sich die obige Bestimmung offensichtlich richtet, auf Grund ihrer "inside informations" ohne weiteres in der Lage wären, trotz dieser Sicherung bestimmte Effekten an ihren "Haus-Trust" zu veräußern bzw. von ihm zu erwerben, bevor sich der eigentliche Beweggrund dieser Manipulationen im Börsenkurs der betreffenden Anlageobjekte niedergeschlagen hat. Nachdem aber andererseits die deutschen Investment-Gesellschaften durchwegs von angesehenen Bankfirmen betreut werden und der übereinstimmenden Ansicht aller befragten Trust-Leitungen zufolge mit weiteren Neugründungen in absehbarer Zeit nicht zu rechnen ist, wären Effektenverschiebungen zu Lasten der Anlegerkreise auch ohne eine solche Klausel kaum vorgekommen, weil sich keines der beteiligten Kreditinstitute um eines kurzlebigen Vorteils willen zu derartigen Geschäften herabgelassen hätte.

Diese Erkenntnis dürfte den Gesetzgeber wohl auch veranlaßt haben, von einer übermäßigen Beaufsichtigung der Anlage- bzw.

1) Vgl. auch die entsprechenden Ausführungen im historischen Teil der Einführung.

Beschaffungspolitik der deutschen Investment-Gesellschaften Abstand zu nehmen und insbesondere auf die Schaffung eines von verschiedenen Stellen geforderten "Beirates" zu verzichten, welcher sich nach dem Willen seiner Befürworter aus Vertretern des jeweiligen Anlegerkreises zusammensetzen sollte und auftragsgemäß alle Anlage- bzw. Beschaffungsdispositionen der betreffenden Trust-Leitung zu überwachen gehabt hätte.¹⁾ Statt dessen begnügte man sich mit der Einführung eines von der Bankaufsichtsbehörde überwachten Aufsichtsrates, der auch für Investment Trusts in der Rechtsform einer G.m.b.H. obligatorisch ist und dessen Mitglieder "ihrer Persönlichkeit und ihrer Sachkunde nach die Wahrung der Interessen der Anteil-inhaber gewährleisten" sollen.²⁾ Damit ist m.E. dem Sicherheitsbedürfnis der Investment-Sparer vollauf Genüge getan, denn alle weitergehenden Präventivmaßnahmen würden letzten Endes nichts anderes darstellen als eine unangebrachte Diskriminierung der hinter den Investment Trusts stehenden Bankgruppen, denen das deutsche Anlagepublikum seine Spargelder schon seit Generationen anvertraut hat, ohne daß es einer über die Bestimmungen des Kreditwesengesetzes hinausgehenden Schutzvorschrift bedurft hätte

B. Der Absatzmarkt und seine Probleme

Während sich die bisherigen Ausführungen über das Marktverhalten einer Investment-Gesellschaft primär mit der beschaffungsorientierten Seite dieses Problemkreises befaßten, sollen nun im folgenden die absatzpolitisch relevanten Daten ihrer funktionsbedingten Marktsituation zur Sprache kommen, wobei sich jedoch zunächst die Frage erhebt, welches Zwischenglied einer arbeitsteilig organisierten Volkswirtschaft verkehrstechnisch die Rolle des Absatzmarktes der Kapitalanlagegesellschaften übernimmt.

Bei der definitorischen Abgrenzung dieses Bereiches ist vor

- 1) Vgl. hierzu vor allem B a r o c k a: a.a.O., S. 106, der einen aus Zertifikat-Besitzern zusammengesetzten Beirat hauptsächlich deshalb gebildet haben wollte, um den Investment-Sparern einen gewissen Einfluß auf die Anlage ihrer eigenen, von den diversen Trust-Leitungen treuhänderisch verwalteten Gelder zu sichern.
- 2) Vgl. § 4 Abs. 1 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften in Verbindung mit § 3 der gleichen Rechtsnorm.

allem davon auszugehen, daß bekanntlich nicht nur die "Beschaffungsobjekte" eines Investment Trust, sondern auch seine "Absatzobjekte" - nämlich die von ihm ausgegebenen Zertifikate - ihrem Wesen nach "versachlichte Kapitalmarktstitel" darstellen, weshalb man auch die nach außen hin sichtbare Tätigkeit einer Investment-Gesellschaft häufig als sog. "Effektensubstitution" zu bezeichnen pflegt.¹⁾ Dieser materiellen Identität ihrer spezifischen "Betriebsobjekte" entspricht nun aber auch ganz zwangsläufig eine räumliche Überlagerung der entsprechenden "Unternehmungsmärkte", was sich im Hinblick auf den Geschäftsbereich der Investment-Gesellschaften dahingehend auswirkt, daß der Markt für langfristige Kapitalien, der ja bekanntlich den wichtigsten Umschlagplatz für das Gut "Geldkapital" darstellt, von den Trust-Leitungen teils als Beschaffungs-, teils aber auch als Absatzmarkt in Anspruch genommen wird.²⁾

Bei dieser gedanklichen Aufgliederung des Kapitalmarktes in einen Beschaffungssektor einerseits und ein potentiellcs Absatzgebiet andererseits ist jedoch zu berücksichtigen, daß die genannten Marktbereiche trotz ihrer äußerlichen Konfor-

- 1) Vgl. z.B. L i e f m a n n: a.a.O., S. 96, der mit der Einführung dieses Begriffes das Konstruktionsprinzip einer Reihe bestimmter Unternehmungstypen charakterisieren wollte, zu denen außer den Investment Trusts hauptsächlich noch die Effektenhandelsgesellschaften, die Holding Companies, die Übernahmegesellschaften und sonstige Gebilde ähnlicher Art zu rechnen sind.

Besagte "Effektensubstitution", welche im wesentlichen darin besteht, daß die jeweilige Unternehmung den Erwerb fremder Wertschriften durch die Ausgabe ihrer eigenen Papiere zu bewerkstelligen sucht, ist aber keineswegs mit der weiter oben erläuterten "Anlagensubstitution" zu verwechseln, die lediglich zu gewissen Umtauschoperationen innerhalb eines bestimmten Effekten-Portefeuilles führt, mit der Art ihrer Finanzierung jedoch nichts weiter zu tun hat.

- 2) Die von S c h ä f e r: a.a.O., S. 10 durchgeführte Unterteilung des Marktbereiches einer Unternehmung in einen Beschaffungs-, einen Absatz- und einen Finanzmarkt, an deren Zweckmäßigkeit - wie bereits erwähnt - auch von anderer Seite Kritik geübt wurde, erweist sich also im Hinblick auf die besondere Marktstellung der Investment-Gesellschaften als nicht opportun, weil nämlich letztere - rein formell gesehen - zwar immer nur mit dem Finanz- bzw. Kapitalmarkt in Verbindung stehen, diesen aber - vom Standpunkt seiner Funktion aus betrachtet - sowohl als Ausgangsbasis ihrer Anlage-, wie auch als wichtigstes Fundament ihrer Absatzpolitik benutzen.

mität praktisch nur wenig gemein haben, da die Durchforschung ihrer inneren Struktur unter Zugrundelegung verschiedenartiger Gesichtspunkte erfolgt und infolgedessen auf die sachliche Klärung eines sehr unterschiedlichen Fragenkreises abgestellt ist. Immerhin aber bewirkt die Gleichheit des gemeinsamen "Rohstoffes" eine häufige Überschneidung der beschaffungs- bzw. absatzorientierten Dispositionsentscheide, so daß also - worauf schon mehrfach hingewiesen wurde - die entsprechenden Teile der Geschäftspolitik meist von beiden Marktseiten aus zu beleuchten sind.

1. Die Aufgaben der Absatzforschung

Normalerweise beziehen sich die Hauptprobleme einer marktabhängigen Betriebswirtschaft - direkt oder indirekt - auf das erfolgreiche "Absetzen" ihrer angebotenen "Leistung".¹⁾ Nachdem sich nun bekanntlich die spezifische "Leistung" einer Investment-Gesellschaft ihrem besonderen Unternehmungszweck entsprechend in der Zusammenstellung und laufenden Überwachung eines wertbeständigen Anlagenaggregates manifestiert, besteht das "Absetzen" dieser "Leistung" in einer langfristigen Placierung der zur Ausgabe gebrachten Zertifikate und die vordringlichste Aufgabe ihrer diesbezüglichen Marktforschung in der Ausfindigmachung eines aufnahmewilligen und aufnahmefähigen Anlegerkreises. Demzufolge obliegt ihr also die systematische Erfassung aller marktwirksamen Einflußfaktoren, deren genaue Kenntnis für die Erreichung des oben genannten Zieles von ausschlaggebender Bedeutung ist und darüber hinaus eine wesentliche Voraussetzung für die sachgemäße Ausgestaltung einer zweckentsprechenden Absatzpolitik bildet.

Aus dieser summarischen Skizzierung der absatzorientierten Marktforschungsaufgaben einer Investment-Gesellschaft, die lediglich auf den charakteristischen Ansatzpunkt der vorerwähnten Probleme hinweisen sollte, nicht aber auf die eventuellen Möglichkeiten ihrer Lösung, dürfte jedoch bereits deutlich genug zu ersehen sein, daß sich die umweltbezogene Betrachtungsweise der Absatzforschung von der ob-

1) Vgl. auch S c h ä f e r: a.a.O., S. 10, dessen dortiger Begründung das apostrophierte Begriffspaar entnommen wurde.

jektbezogenen Blickrichtung der Beschaffungsforschung ziemlich stark unterscheidet, was logischerweise auch eine entsprechende Schwergewichtsverlagerung der betreffenden Untersuchungstätigkeit bedingt. Während sich nämlich letztere hauptsächlich mit der Frage zu befassen hatte, was anzuschaffen ist bzw. wann oder wie die vorgesehenen Anlagenkäufe abgewickelt werden sollen, beschäftigt sich die erstgenannte nicht so sehr mit den eigentlichen Absatzobjekten, als vor allem mit den voraussichtlichen Absatzbedingungen und der generellen, den erzielbaren Geschäftserfolg maßgeblich bestimmenden Marktkonstellation.¹⁾

Die verschiedenen Teilprobleme, die im Zusammenhang mit der soeben erläuterten Aufgabenstellung der Absatzforschung zu lösen sind, zerfallen dabei grundsätzlich in zwei Komponenten, und zwar in die qualitative Seite des betreffenden Phänomens einerseits und in die Frage seiner quantitativen Bedeutung andererseits.²⁾ Demnach wäre also zunächst das Wesen der einzelnen Marktdaten zu untersuchen bzw. die Art ihrer voraussichtlichen Wirkung, sodann aber auch das zahlenmäßige Gewicht, welches letzterer auf Grund ihrer wechselnden Stärke jeweils zukommt. Während nun aber die Ermittlung des mengen- bzw. größenmäßigen Absatzvolumens für die entsprechenden Dispositionen eines anlageintensiven Industriebetriebes von allergrößter Wichtigkeit ist, da er sich ja infolge seines weitgehend starren Kapitaleinsatzes mit der Aufnahme einer etwaigen Neuproduktion in der Regel nur dann befassen

1) Die unterschiedliche Zielsetzung der entsprechenden Erkundungsmaßnahmen kommt ferner auch noch darin zum Ausdruck, daß die Beschaffungsforschung einer Investment-Gesellschaft primär im Interesse des jeweiligen Anlegerkreises vorgenommen wird, die Absatzforschung dagegen vornehmlich im Interesse des betreffenden Unternehmens selbst. Während nämlich von einer zutreffenden Beschaffungsanalyse in erster Linie die einzelnen Zertifikat-Besitzer profitieren, weil sich der Wert ihrer Anteilsscheine im wesentlichen nach der gewonnenen bzw. entsprechend verwerteten Markteinsicht der verantwortlichen Trust-Leitung zu richten pflegt, kommen die Erkenntnisse der Absatzforschung hauptsächlich der betreffenden Gesellschaft zugute, da sie ja vor allem der weiteren Kundengewinnung dienen und jeder Investment Trust aus Gründen der besseren Kostendeckung an einem möglichst großen Kundenkreis interessiert ist.

2) Vgl. auch S c h ä f e r: "Quantitative und qualitative Marktforschung", im "Wirtschaftsdienst", 29. Jg. (1949), H. 4., S. 10 ff.

wird, wenn er die ungefähre Aufnahmefähigkeit des betreffenden Marktes kennt, spielt diese Frage bei den Investment-Gesellschaften nur eine relativ bescheidene Rolle, weil sie ihren laufenden Geschäftsgang - nämlich die Abwicklung der nachfragebedingten Anlagenkäufe - ohne Schwierigkeiten der Höhe des jeweiligen Zertifikat-Umlaufes anpassen können und darüber hinaus "Investitionen" innerbetrieblicher Art kaum vorzunehmen brauchen. Sie interessieren sich daher nicht so sehr für die absolute Größe des vorhandenen Bedarfes, als vor allem für die näheren Umstände seines Auftretens, um durch die Erforschung aller wesentlichen Einzelheiten eine detaillierte Kenntnis der realen Marktverhältnisse zu erhalten.

2. Die Durchführung der Absatzforschung

Entsprechend der soeben getroffenen Feststellung, derzufolge die qualitativen Symptome des Vertriebsbereiches wesentlich stärker zu beachten sind als die quantitativen, konzentriert sich die nachfolgend vorgenommene Durchleuchtung des Absatzmarktes auf eine prinzipielle Analyse seiner einzelnen Marktdaten und die Untersuchung ihrer spezifischen, meist art- und wesensbedingten Merkmale.

Ein derartiges Vorgehen deckt sich auch weitgehend mit dem eingangs erörterten Streben nach einer möglichst abstrakten Darstellungsweise der einschlägigen Fragenkomplexe, da sich die qualitative Grundstruktur eines bestimmten Marktsektors im allgemeinen viel langsamer ändert als die dort herrschenden, zahlenmäßig erfaßbaren Größenverhältnisse, die in der Regel einer laufenden Überwachung bedürfen, wenn sie - was ja meist der Fall ist - auf dem Zusammenwirken einer Reihe dynamischer Marktfaktoren beruhen. Andererseits darf man aber natürlich deren quantitativen Einflußgrad nicht völlig außer Acht lassen, weil auch eine Investment-Gesellschaft - beispielsweise zur angemessenen Dotierung ihres jährlichen Werbe-Etats - gewisse Anhaltspunkte über die konkreten Absatzchancen ihrer Zertifikate benötigt. Soweit daher brauchbare Angaben statistischer Art vorlagen, wurden sie zweckentsprechend ausgewertet, wobei allerdings - entgegen der sonstigen Gepflogenheit - im wesentlichen nur die deutsche Kapitalmarktsituation berücksichtigt werden konnte.

Bevor nun aber im folgenden die Lösung der oben genannten Probleme näher in Angriff genommen wird, soll abschließend noch kurz auf die besondere Marktposition der Investment-Zertifikate hingewiesen werden, deren sachliche Klärung in gewisser Hinsicht auch als eine Vorfrage der später vorzunehmenden Bedarfsanalyse aufgefaßt werden kann.¹⁾

a) Die Erforschung der sachbedingten Marktstellung

Wie schon kurz angedeutet wurde, spielen die objektbezogenen Untersuchungen einer Investment-Gesellschaft bei der Durchführung ihrer Absatzforschung eine weitaus geringere Rolle als bei der Analyse ihres Beschaffungsmarktes, innerhalb dessen sie nicht zuletzt deshalb das Zentralproblem bilden, weil sie gleichzeitig auch eine Reihe anderer Fragen, wie z.B. die Wahl der günstigsten Beschaffungszeiten und das Einschlagen der geeignetsten Beschaffungswege, maßgebend bestimmen. Demgegenüber erklärt sich ihr Bedeutungs-rückgang im Absatzmarkt vor allem aus der bereits erläuterten Wirkungsweise der sog. "Effektensubstitution", derzufolge die von einer Investment-Gesellschaft emittierten Anteilscheine im wesentlichen die gleichen Eigenschaften aufweisen müssen wie die Mehrzahl der ihnen zugrunde liegenden Anlagewerte, so daß sich also eine besondere "Produktforschung" weitgehend erübrigt. Nichtsdestoweniger sei hier trotzdem ein kurzer Hinweis auf einige typische Zertifikat-Merkmale eingefügt, deren entsprechende Propagierung in den diversen Werbeaktionen die Absatzmöglichkeiten der Investment Trusts erhöhen und die Breite ihrer Käuferschichten - zumindest indirekt - in positiver Weise beeinflussen kann.

In diesem Zusammenhang ist es beispielsweise nicht ohne Bedeutung, daß die Investment-Zertifikate ihrem Wesen nach zwar einem ganz bestimmten Zweck dienen, nämlich der Kapitalanlage bzw. dem Sparen, daß sie aber andererseits - und zwar vom Standpunkt des konkreten Sparzieles aus betrachtet - an keinen bestimmten Zweck gebunden sind, sondern auf Grund ihres Wertpapiercharakters und ihrer jederzeitigen Einlösbarkeit eine vielfältige Verwendungsmöglichkeit der akkumu-

1) So z.B. S c h ä f e r: a.a.O., S. 45 f., der ihre Behandlung im Rahmen der eigentlichen "Markt"-Forschung strikt ablehnt.

lierten Beträge gestatten. In Anbetracht dieser Sachlage behält also der Erwerber eines derartigen Anteilscheines seine volle Entscheidungsfreiheit uneingeschränkt bei und kann sich daher bis zum Zeitpunkt der definitiven Inanspruchnahme seines Vermögens immer noch überlegen, auf welche Weise er die angesammelten Gelder letzten Endes verwerten will. Ein solcher Spielraum, der z.B. einem Bausparer nach dem Abschluß seines Vertrages in der Regel nicht mehr zur Verfügung steht, ist aber gerade für eine breite Schicht kleinerer Unternehmer wichtig, die ihre liquiden Mittel sicher und ertragbringend anlegen wollen, um sie später zu Umbauten, Rationalisierungsmaßnahmen, Geschäftserweiterungen oder ähnlichen Zwecken heranziehen zu können.¹⁾

Da jedoch auch das Investment-Sparen die laufenden Kursbewegungen nicht verhindern, sondern lediglich bis zu einem gewissen Grad ausgleichen kann, gegen eine allgemeine Börsen-Deroute aber sogar ziemlich machtlos ist, muß natürlich stets damit gerechnet werden, daß der Zeitpunkt der geplanten Vermögensverwertung in eine Periode sinkender bzw. relativ niedriger Wertpapierkurse fällt, wodurch eine etwaige Veräußerung der Teilhaber-Zertifikate verhältnismäßig unrentabel wird. Da letztere aber als vertretbare Wertpapiere nicht nur ziemlich leicht verkäuflich, sondern darüber hinaus auch relativ einfach beleih- bzw. verpfändbar sind, kann sich ihr Besitzer von seiner Bank notfalls einen angemessenen Lombardkredit einräumen lassen und diesen so lange in Anspruch nehmen, bis das gestiegene Kursniveau ein verlustfreies Abstoßen der Anteilscheine gestattet. Ein entsprechender Hinweis in den Werbeprospekten der einzelnen Gesellschaften würde daher zweifellos dazu dienen, die potentiellen Investment-Interessenten auf diese zusätzliche Möglichkeit aufmerksam zu machen und könnte also unter Umständen dazu beitragen, den deutschen Kapitalanlagegesellschaften eine Reihe weiterer, bisher abseits stehender Kunden neu zu-

1) Die vorübergehende Anlage von flüssigen Teilen des Geschäftsvermögens in bestimmten Trust-Zertifikaten hätte für die betreffenden Unternehmer - in der Hauptsache also für den sog. "gewerblichen Mittelstand" - darüber hinaus auch noch den Vorteil, daß die abgezweigten Gelder den spezifischen Risiken der einzelnen Betriebe entzogen und im Falle eines plötzlichen Kapitalbedarfes ein jederzeit greifbares Reserve-Vermögen darstellen würden.

zuführen.^{1),2)}

Schließlich wäre noch zu erwähnen, daß die diversen Anteilsscheine als Gattungssache zwar ein durchaus "unpersönliches Gut" darstellen, für die einzelnen Investment-Sparer dagegen - und zum Unterschied auch von Sparbüchern, Festgeldkonten, Termineinlagen oder ähnlichen Anlageformen - schon allein deshalb stark meinungsbetont sind, weil sie ja auf einer Reihe ausgewählter Wertpapiere beruhen, mit denen der Zertifikat-Käufer - sofern er sie wenigstens dem Namen nach kennt - in der Regel bestimmte Sicherheits- bzw. Rentabilitätsvorstellungen verbindet. Durch eine geschickte Kombination mehrerer Anlagefonds haben es die Trust-Leitungen daher in der Hand, ihren Zertifikaten jeweils eine gewisse persönliche Note zu verleihen und auf diese Weise den verschiedenartigsten Sparerwünschen möglichst weit entgegenzukommen.³⁾

b) Die Erforschung der umweltbedingten Marktlage

Bei der Erfassung der absatzrelevanten Außenbedingungen einer Betriebswirtschaft ist zweckmäßigerweise von den sog. "Grundfaktoren des Marktprozesses" auszugehen, die den möglichen Absatzerfolg in höchstem Maße beeinflussen. In Anlehnung an seine beiden wichtigsten Komponenten, die Bestimmungs-

1) Die juristische Voraussetzung für die Lombardierbarkeit der westdeutschen Investment-Zertifikate wurde im April 1957 durch § 17, Abs. 1 bzw. 3 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften generell festgelegt, welcher die Anteilsscheine auch im Fall der von sämtlichen Trust-Leitungen gewählten Form der sog. "Miteigentumlösung" als eine neue Art von Traditionspapieren ausstattet und somit also die bisherigen Sonderbestimmungen der einzelnen Vertrags- bzw. Verwaltungsordnungen weitgehend überflüssig macht.

2) Außer der Lombardierbarkeit der Teilhaber-Zertifikate spielt ferner auch noch ihre Deckungsstockfähigkeit, sowie ihre Mündelsicherheit eine gewisse Rolle, da auch die letztgenannten Eigenschaften zur Verbreiterung des Absatzmarktes beitragen können.

So erklärte z.B. das Bundesaufsichtsamt für das Versicherungs- und Bausparwesen in Berlin die "INVESTA"-Anteilsscheine der "Deutschen Gesellschaft für Wertpapiersparen" generell für deckungsstockfähig, wohingegen - einem entsprechenden Hinweis der "Union-Investment-Gesellschaft" zufolge - die Mündelsicherheit ihrer "Unifonds"-Zertifikate durch verschiedene Gerichte von Fall zu Fall eigens festgestellt worden ist.

3) Die praktische Durchführung dieser "Anpassungsversuche" wird später noch eingehend erläutert werden.

größen "Bedarf" und "Konkurrenz", unterscheidet man hierbei zwischen der "Bedarfsforschung" einerseits und der daran anknüpfenden "Konkurrenzforschung" andererseits und spricht außerdem noch von einer sog. "Erforschung der Absatzwege", mit deren Hilfe man die prinzipiell zur Verfügung stehenden Absatzmittler auf ihre praktische Bedeutung hin analysiert.¹⁾ Abgesehen davon jedoch, daß die Ermittlung der verschiedenen Distributionsarten mit der eigentlichen "Markt"-Erkundung, d.h. also mit der Erforschung seiner voraussichtlichen Tiefe und Aufnahmefähigkeit, relativ wenig zu tun hat, wurde der letztgenannte Teilbereich der Absatzforschung hier vor allem deshalb nicht gesondert zur Darstellung gebracht, weil den meisten Investment-Gesellschaften - und zwar besonders denjenigen, die in enger Anlehnung an ein befreundetes Bankenkonsortium arbeiten - die Vertriebsform ihrer Zertifikate weitgehend vorgezeichnet ist und infolgedessen keine allzu großen Abweichungen zuläßt. Soweit aber in diesem Zusammenhang trotzdem gewisse Variationen möglich sind, betreffen sie keine grundsätzlich in Betracht zu ziehenden Absatzwege, sondern lediglich bestimmte Fragen des taktischen Verhaltens, weshalb sie auch nicht hier, sondern erst im Rahmen der Absatzpolitik einer näheren Betrachtung unterzogen werden sollen.²⁾

aa) Die Analyse des Bedarfs

Die erste Vorfrage, die im Zusammenhang mit einer strukturellen Bedarfsermittlung auftaucht, bezieht sich gewöhnlich auf eine Reihe grundsätzlicher Erwägungen über den zu untersuchenden Bedarf als solchen bzw. über den Ort und die Art seines mutmaßlichen Auftretens. Bezogen auf die analytische Durchforschung des Absatzmarktes für Investment-Zertifikate wäre also zunächst einmal festzustellen, ob überhaupt eine erkennbare Nachfrage nach diesem "Gut" vorliegt bzw. wo und wie sie sich äußert.

Die Frage nach dem prinzipiellen Vorhandensein eines nennens-

1) Vgl. z.B. S c h ä f e r: a.a.O., S. 11 f. bzw. 15.

2) Darüber hinaus wird die nachfolgende Untersuchung auch noch zeigen, daß sich bei den Investment-Gesellschaften die Bedarfs- und die Konkurrenzforschung nicht völlig isoliert behandeln lassen, da beide Fragenkreise - bedingt durch die Eigenart der Materie - in verschiedener Hinsicht starke Berührungspunkte aufweisen.

werten Bedarfes an den spezifischen Dienstleistungen einer Kapitalanlagegesellschaft dürfte wohl - wie der einleitende Blick auf die bisherige Entwicklung des Investment-Gedankens gezeigt hat - zweifellos in positivem Sinn zu beantworten sein. Um zu einem konkreten Ergebnis zu gelangen, ist es daher notwendig, die obige Fragestellung etwas mehr zu spezifizieren und sie vorwiegend auf die Erfassung der westdeutschen Markt- bzw. Bedarfsverhältnisse auszurichten, denen dann die Marktsituation der ausländischen Investment Trusts - so weit dies unter Berücksichtigung der andersartigen Gegebenheiten überhaupt möglich ist - vergleichsweise entgegengehalten werden soll.

Dabei ist zunächst einmal festzustellen, daß der Absatzbereich der bundesrepublikanischen Kapitalanlagegesellschaften grundsätzlich in zwei verschiedene Teilgebiete zerfällt, und zwar in den Inlandsmarkt einerseits und in den Auslandsmarkt andererseits, von denen jedoch der erstgenannte der weitaus wichtigere ist und infolgedessen auch an erster Stelle behandelt werden soll. Innerhalb seines strukturellen Aufbaus unterscheidet man wiederum zwischen einer Reihe von sog. "Bedarfsträgern", denen ebenfalls - und zwar im Hinblick auf die Art und die Größe ihrer jeweiligen "Bedarfsäußerung" - eine sehr unterschiedliche Bedeutung zukommt und deren wichtigste Gruppe - zumindest nach den bisher gemachten Erfahrungen - die natürlichen Personen darstellen.

Der Bedarf selbst, der im Rahmen des innerdeutschen "Bedarfsgebietes" bei den einzelnen "Bedarfsträgern" auftritt, ließe sich nun zwar nochmals in eine Reihe verschiedener "Bedarfsarten" unterteilen, doch spielt deren genaue Aufgliederung bei der Bedarfsanalyse für Investment-Zertifikate keine so wichtige Rolle wie etwa bei der entsprechenden Untersuchung für ein normales Ge- oder Verbrauchsgut, wo man u.a. zwischen einem Grund- oder Zusatzbedarf, einem Neu- oder Ergänzungsbedarf, sowie zwischen einem modischen oder nichtmodischen bzw. persönlichen oder unpersönlichen Bedarf unterscheiden kann.¹⁾ Festzuhalten bliebe dagegen die Tatsache, daß sich die emittierten Anteilscheine - und zwar besonders dann, wenn sie als sog. "Namenspapiere" ausgestattet sind und rein äußerlich eine

1) Vgl. hierzu vor allem S c h ä f e r: a.a.O., S. 74 ff.

gefällige Aufmachung zeigen - für gewisse Zwecke und Anlässe sehr gut als Präsentartikel eignen und daß man daher den potentiellen "Geschenkbedarf" bei der Ausgestaltung der Absatzpolitik bzw. Werbung nicht völlig außer Acht lassen sollte. Darüber hinaus wäre in diesem Zusammenhang noch zu erwähnen, daß es sich bei dem inländischen Investment-Bedarf so gut wie ausschließlich um einen sog. "latenten" oder auch "unerschlossenen" Bedarf handelt, da dem westdeutschen Anlagepublikum die Existenz bzw. die Funktion der modernen Investment Trusts bis vor kurzem völlig unbekannt war.¹⁾ Abgesehen von dem verhältnismäßig kleinen Kreis derjenigen, die schon im Jahre 1950 "FONDRA"- bzw. "FONDAK"-Zertifikate erwarben und ihren damals zurückgelegten Vermögensstock bis 1955 verdoppelt oder sogar verdreifacht sahen, fehlt also den breiten Sparer-Schichten der Bundesrepublik vorerst noch jegliche "Markterfahrung" mit dieser neuen Art von Kapitalanlage, was natürlich von Seiten der einzelnen Gesellschaften aus zunächst einmal eine entsprechende Aufklärungskampagne bedingt, ohne die sich eine umfassende "Erschließung" des innerdeutschen Absatzgebietes kaum durchführen lassen dürfte.²⁾

Im Anschluß an diese einleitende Klarstellung ist es nunmehr erforderlich, zu den eigentlichen "Bedarfsfaktoren" vorzustoßen, zu denjenigen Marktdaten also, die den ökonomisch meßbaren Bedarf letzten Endes auslösen und die als treibende Kraft der Nachfrage deren jeweilige Höhe entscheidend bestimmen.³⁾ Im Hinblick auf den marktwirksamen Bedarf an In-

- 1) Selbst in den einschlägigen Fachkreisen scheint über die früheren Startversuche deutscher Kapitalanlagegesellschaften nur wenig bekannt zu sein, da in zahlreichen Aufsätzen, Stellungnahmen und sonstigen Publikationen immer wieder die Ansicht vertreten wird, die 1949 gegründete "Allgemeine Deutsche Investment-Gesellschaft", München stelle die erste Institution dieser Art in Deutschland dar.
- 2) Den diesbezüglichen Bemühungen ihrer Verwaltungsorgane kommt dabei zweifellos der Umstand zugute, daß in der Bundesrepublik Deutschland z.Zt. ein heftiger Meinungsstreit über die möglichen Vor- und Nachteile des fondsmäßigen Beteiligungssparens entbrannt ist, der sich zwar vorwiegend im Bereich der Sozialpolitik abspielt, der aber immerhin auch das Interesse zahlreicher Privatsparer geweckt haben dürfte und somit also für die deutschen Investment-Gesellschaften eine Art kostenloser Werbung darstellt.
- 3) Vgl. auch S c h ä f e r: "Bedarf und Bedarfsforschung", im "Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre", Stuttgart 1938, 2. Aufl., I. Band, S. 572.

vestment-Zertifikaten ist hierbei natürlich primär an die Faktoren "Sparwilligkeit" und "Sparfähigkeit" zu denken, von denen auch oft behauptet wird, die erstgenannte sei vorwiegend ein subjektiv bedingter Tatbestand, die letztere dagegen eine objektiv erfaßbare Größe.¹⁾ Obwohl dies - alles in allem gesehen - zweifellos zutrifft, darf jedoch bei dieser vereinfachten Klassifizierung nicht übersehen werden, daß auch die Sparwilligkeit von einer Reihe unpersönlicher Gegebenheiten abhängig ist, die als durchaus objektive Marktdaten die allgemeine Sparquote selbst von der Seite ihrer subjektiven Komponente aus in positiver oder negativer Weise beeinflussen können. Die augenblickliche Konzeption der Währungs-, Wirtschafts- und Finanzpolitik schafft nämlich unbestrittenermaßen ein gewisses, im gesamten Marktgebiet relativ gleichmäßig ausgeprägtes "Sparklima", innerhalb dessen sich der individuelle Sparwille des Einzelnen - den jeweiligen Umständen entsprechend - mehr oder weniger breit entfaltet. Seine unterschiedliche Intensität dagegen - und zwar im Vergleich zu dem Sparwillen eines anderen Bedarfssubjektes - hängt dann allerdings stark von der jeweiligen Einstellung seines Trägers ab, die gerade in Hinblick auf das Sparen und alle daran anknüpfenden Fragenkreise häufig durch das Einwirken irrationaler Momente gekennzeichnet ist. Neben der allgemeinen Lebensauffassung und bestimmten Charaktereigenschaften, traditionellen oder konventionellen Gepflogenheiten, sowie rein wirtschaftlichen Überlegungen und Motiven spielen aber hierbei auch gewisse Umwelteinflüsse eine beachtenswerte Rolle, die sich mit Hilfe ihrer geschickten Transponierung in den Bereich der Werbemittel sehr gut zur Erzielung eines zusätzlichen Absatzerfolges auswerten lassen.²⁾

Im übrigen ist jedoch in diesem Zusammenhang ausdrücklich darauf hinzuweisen, daß eine grundsätzlich vorhandene Sparwilligkeit zwar einerseits einen unerläßlichen Bedarfsfaktor für das Gut "Investment-Zertifikate" bildet, daß sie aber andererseits nicht unbedingt auch eine entsprechende Nachfrage nach diesem "Gut" hervorzurufen braucht. Sie läßt vielmehr nur auf ein gewisses "Bedürfnis" nach der Bildung von Sparkapital schließen, welches sich aber noch nicht zu einem

1) So z. B. S o i n é: a.a.O., S. 3 ff.

2) Näheres hierüber im letzten Abschnitt des betriebswirtschaftlichen Hauptteils.

festumrissenen "Bedarf" konkretisiert hat und infolgedessen auf verschiedene Weise befriedigt werden kann. Die einzelnen Möglichkeiten dieser "Bedürfnisbefriedigung" spiegeln sich praktisch in den sog. "Spargewohnheiten" wider, über deren prozentualen Anteil am gegenwärtigen Umfang der westdeutschen Spartätigkeit die folgende Aufstellung einen kurzen Überblick gibt:¹⁾

	von der Gesamt- bevölkerung	A a)	B b)	C c)
1. Es sind				
in der Altersversorgung bzw. Pensionskasse der Firma oder des Berufs- verbandes.....	32 %	36 %	37 %	15 %
2. Es besitzen				
eine privat abgeschlossene Lebensversicherung.....	32 %	26 %	32 %	48 %
ein eigenes Haus.....	28 %	19 %	21 %	58 %
ein Sparkonto.....	21 %	17 %	26 %	28 %
einen Bausparvertrag.....	7 %	4 %	11 %	8 %
Aktien und Obligationen.....	3 %	1 %	5 %	8 %
3. Es bekommen				
eine Beamtenpension.....	6 %	1 %	21 %	2 %
eine Versehrten-Rente.....	5 %	6 %	5 %	3 %
eine Hinterbliebenen-Rente.....	5 %	4 %	6 %	3 %
4. Nichts davon trifft zu bei.....	23 %	31 %	14 %	13 %
	162 % ^{d)}	145 %	178 %	186 %

a) A = Arbeiter und Land-
arbeiter b) B = Angestellte und
Beamte c) C = Selbständige,
Landwirte und
Freie Berufe

d) Die Summierung der einzelnen Positionen ergibt selbstverständlich weit über 100 %, da auf einen großen Personenkreis mehrere Punkte gleichzeitig zutrafen.

1) Nachstehende Tabelle beruht auf einer repräsentativen Erhebung des "Institutes für Demoskopie", Allensbach, die von letzterem im Herbst 1956 auf Veranlassung der "Gemeinschaft zum Schutze der deutschen Sparer", Köln durchgeführt worden ist. Dabei lautete die betreffende, von den Interviewern an die Test-Personen gerichtete Auswahl-Frage wörtlich wie folgt: "Einmal abgesehen von der staatlichen Altersversicherung: Könnten Sie bitte diese Liste hier durchsehen und mir sagen, was Sie davon haben, was für Sie zutrifft?"

Das Gesamtergebnis jener Aktion wurde mir vom "Deutschen Sparkassen- und Giroverband e.V.", Bonn freundlicherweise zur Verfügung gestellt, nachdem es z.T. auch in der "Sparkasse", Jg. 1956, H. 23, S. 373 publiziert worden war.

Nachdem sich aber die vorerwähnte Bevölkerungsumfrage hauptsächlich auf den Problemkreis "Stabilität - Altersrente - Sparen" bezog bzw. unter dem Gesichtspunkt "Produktivitätsrente oder freie Vorsorge" durchgeführt wurde, sei anschließend noch auf die Ergebnisse einer weiteren "field-research" hingewiesen, welche die Spargewohnheiten bzw. die Sparwünsche der westdeutschen Bevölkerungskreise von einer allgemeineren Warte aus zu analysieren versuchte.¹⁾ Die Auswertung der verschiedenen Antworten auf die Frage nach dem als empfehlenswert erachteten Anlagemedium erbrachte dabei das folgende Bild:

	von der Gesamt- bevölkerung
1. Es entschieden sich:	
a) für Haus- und Grundbesitz.....	57 %
b) für Spareinlagen.....	13 %
c) für eine Geschäftsbeteiligung.....	9 %
d) für Wertgegenstände.....	9 %
e) für Aktien und Obligationen.....	6 %
2. Noch nie gespart hatten.....	7 %
3. Keine Angaben machten.....	4 %
	105 % ^{x)}

x) Auch in diesem Fall ergeben die Antworten infolge mehrfacher Angaben zusammengekommen knapp über 100 %.

Obwohl nun die Resultate dieser beiden Test-Versuche auf Grund der unterschiedlichen Fragestellung nur sehr bedingt miteinander vergleichbar sind, lassen sie doch im Hinblick auf den mutmaßlichen Bedarf an Investment-Zertifikaten gewisse Rückschlüsse zu, die zusammengefaßt folgenden Tatbestand ergeben:

1. In beiden Aktionen wird die Anlageform "Investment-Zertifikate" namentlich überhaupt nicht erwähnt. Nachdem sie jedoch in den entsprechenden Erhebungsbogen von vorneherein gar nicht berücksichtigt war, ist es durchaus möglich, daß die befragten Personen in diesem Punkt einer gewollten oder ungewollten Beeinflussung zum Opfer fielen, die hin-

1) Der Veranstalter jener Erhebung war das "Divo-Institut für Markt- und Meinungsforschung", Bad Godesberg-Frankfurt, welches jedoch meiner Bitte um eine vollständige Überlassung des seinerzeit ermittelten Zahlenmaterials leider nicht entsprach. Auszugsweise erschienen sie dagegen in der "Sparkasse", Jg. 1957, H. 19, S. 305.

sichtlich ihrer Wirkung auf eine fehlerhafte Verzerrung des Gesamtergebnisses hinauslaufen würde.

2. Da jedoch andererseits auch die nächstliegende Anlageform "Aktien und Obligationen" mit 3 bzw. 6 % der erteilten Antworten nur relativ schwach vertreten ist, dürfte der erkennbare Bedarf an Investment-Zertifikaten - zumindest insoweit, als er von einer entsprechenden Sparwilligkeit abhängt - augenblicklich als nicht sehr hoch zu veranschlagen sein.

Für die betroffenen Gesellschaften ergibt sich hieraus ganz zwangsläufig die Konsequenz, daß sie durch den Absatz ihrer Anteilscheine nur dann einen nennenswerten Anteil am Spärvolumen der westdeutschen Bevölkerung erringen können, wenn es ihnen mit Hilfe einer marktkonformen Absatzpolitik gelingt, wenigstens eines der nachfolgend aufgezählten Ziele in ausreichendem Maße zu erreichen:

1. Die Gewinnung von Sparer-Schichten, die sich am privaten Kapitalbildungsprozess bisher noch in keiner Weise beteiligt haben.

Daß gewisse Chancen hierfür unter Umständen tatsächlich vorhanden sind, könnte sich m.E. aus den Antworten "Nichts davon trifft zu" (= 23 % der erstgenannten Befragung) und "Noch nie gespart" bzw. "Keine Angabe" (= zusammen 11 % der letztgenannten Befragung) ergeben, in beiden Fällen jedoch nur unter der ausdrücklichen Voraussetzung, daß es dem betreffenden Personenkreis bisher nur an der subjektiven Sparwilligkeit gemangelt hat, nicht jedoch auch an der objektiven Sparfähigkeit.

2. Die Gewinnung von Sparer-Schichten, die ihr bisheriges Sparkapital - unter gleichzeitiger Beibehaltung der sog. "klassischen Sparformen" - durch den zusätzlichen Erwerb von Investment-Zertifikaten um einen gewissen Betrag vergrößern wollen.

Auch in diesem Fall müßte allerdings vorausgesetzt werden, daß die potentiellen "Mehr-Sparer" über eine ausreichende "Kaufkraft" verfügen, die ihnen den erweiterten "Konsumverzicht" definitiv ermöglicht.

3. Die Gewinnung von Sparer-Schichten, die sich lediglich bereitfinden, ihre bisherigen Spargewohnheiten zu Gunsten des Investment-Sparens zu ändern.

Im Gegensatz zu den vorerwähnten Fällen ist bei dieser Lösung das Vorhandensein einer zusätzlichen Sparfähigkeit nicht mehr erforderlich, dafür aber eine gewisse "Fungibilität" bzw. "Liquidierbarkeit" der ad hoc angesammelten Vermögensbestände, die nunmehr in die neue Anlageform übergeführt werden sollen.^{1),2)}

Im Verlauf der bisherigen Teilanalyse wurde der Bedarfsfaktor "Sparwilligkeit" aus Gründen einer vereinfachten Darstellungsweise immer nur als eine einheitliche Größe behandelt, deren subjektive Intensität die Nachfrage nach Investment-Zertifikaten nicht unwesentlich beeinflussen kann. Wie bereits erwähnt, bildet sie aber in Wirklichkeit einen nur schwer erfaßbaren Komplex aus einer ganzen Anzahl von rationalen und irrationalen Komponenten, unter denen sich vor allem die sog. "Sparmotive" durch einen sehr erheblichen Einflußgrad auszeichnen und infolgedessen auch etwas näher un-

-
- 1) Nähere Einzelheiten hierüber erfolgen im Rahmen der späteren Konkurrenzanalyse.
 - 2) Ein konkreter Hinweis darauf, daß alle drei der soeben erläuterten Möglichkeiten beim Erwerb von Investment-Zertifikaten tatsächlich eine gewisse Rolle spielen, findet sich in einer, das Geschäftsjahr 1956 betreffenden Absatzstatistik des "Deutschen Investment Trust G.m.b.H.", Frankfurt, derzufolge die damals in Umlauf gesetzten "CONCENTRA"-Anteile von Seiten des Publikums aus auf folgende Weise finanziert worden sind:

- 49,1 % der Anteile wurden mit Hilfe von Kontokorrent-Guthaben angeschafft,
- 27,4 % der Anteile wurden gegen bar gekauft,
- 13,3 % der Anteile wurden aus den Erlösen von Effektenverkäufen bezahlt und
- 10,2 % der Anteile wurden zu Lasten von Sparkonten erworben.

Bringt man nämlich die von der Gesellschaft gemachten Angaben mit dem oben entwickelten Gruppenschema in Verbindung, so könnte man cum grano salis die Auffassung vertreten, daß die als Tafelgeschäft erzielten Umsätze vorwiegend auf solche Personenkreise zurückzuführen sind, die bisher überhaupt nicht gespart oder aber nur "gehörtet" haben, während der Erwerb von Anteilscheinen zu Lasten von Sparguthaben bzw. mit Hilfe von Wertpapierliquidationen offensichtlich darauf hindeutet, daß sich die betreffenden Personenkreise zu einer Änderung ihrer traditionellen Spargewohnheiten entschlossen haben. Diejenigen Käufe dagegen, die über Kontokorrent-Konten abgewickelt wurden, dürften hauptsächlich von solchen Bankkunden getätigt worden sein, die außer diesen Girokonten auch noch ein Sparbuch oder ein Effektedepot besitzen und infolgedessen die übernommenen Anteilscheine als zusätzliche Vermögenswerte erworben haben könnten.

tersucht werden sollen. Im Hinblick auf die Bedarfsforschung für das Beteiligungssparen ist dies schon allein deshalb nicht zu umgehen, weil ja die einzelnen "Motive" im Grunde genommen nichts anderes darstellen als den Ausdruck eines ganz bestimmten "Bedürfnisses", von dem natürlich zunächst einmal festgestellt werden muß, ob und inwieweit es durch den Ankauf von Investment-Zertifikaten überhaupt befriedigt werden kann. Denn nur dann nämlich, wenn dies effektiv zutrifft, kann auch mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit damit gerechnet werden, daß die westdeutschen Anlegerkreise das Investment-Sparen als einen echten "Bedarf" empfinden und dementsprechend mit einer gut fundierten "Nachfrage" in Erscheinung treten.

Versucht man nun, die individuellen Sparmotive unter bestimmten Gesichtspunkten zu ordnen und die einzelnen Gruppen auf einen gemeinsamen Nenner zu bringen, so schälen sich schließlich die drei Haupttriebe des bewußten "Konsumverzichts" heraus, nach denen man gewöhnlich zwischen einem Ertragssparen, einem Zwecksparen und einem Vorsorgespahren unterscheidet.¹⁾ Welche relative Bedeutung diesen drei Sparzielen heute noch zukommt, geht deutlich aus einer im Februar 1957 durchgeführten Meinungsbefragung hervor, derzufolge die hiermit erfaßten Personen ihren jeweiligen Kapitalstock aus den nachstehenden Gründen aufgebaut hatten:

21 % bezweckten eine Reservenbildung für größere Anschaffungen,

20 % erstrebten die Ansammlung einer allgemeinen Rücklage,

15 % wollten sich eine Altersrücklage schaffen und weitere

15 % sparten nur wegen der Zinsen.²⁾

Obgleich nun die obige Zusammenstellung die Sparmotive der westdeutschen Anlegerkreise leider nicht ganz vollständig wiedergibt, läßt sich doch aus ihr mit ziemlicher Sicherheit der Schluß ziehen, daß die Gegebenheiten des fondsmäßigen Beteiligungssparens den Wünschen und Bedürfnissen einer großen An-

1) Vgl. auch S o i n é: a.a.O., S. 3 und die dort zitierten Autoren, sowie V o i g t: a.a.O., S. 199 ff.

Demgegenüber zählt K e y n e s: a.a.O., S. 92 f. nicht weniger als acht verschiedene Spargründe auf: Vorsicht, Voraussicht, Berechnung, Verbesserung, Unabhängigkeit, Unternehmungslust, Geiz und Vermögensbildung für die Erben.

2) Dieses Teilergebnis erschien in der "Sparkasse", Jg. 1957, H. 8, S. 121, ohne daß die Veranstalter jener Umfrage namentlich genannt werden konnten.

zahl privater Kapitalbilder verhältnismäßig gut entsprechen dürften. Trotz der in Abzug gebrachten Spesen und Verwaltungskosten schütteten nämlich die neuen deutschen Investment-Gesellschaften bisher stets eine ansehnliche Barquote aus, die im Vergleich zu den Spareinlagenzinsen und der Nettorendite der meisten Aktienwerte als durchaus attraktiv zu betrachten ist und die ihre anziehende Wirkung - zumindest was die sog. "Ertragssparer" anbelangt - auf die Dauer gesehen kaum verfehlen wird. Auch diejenigen Kreise, die hauptsächlich aus Gründen einer freien Vorsorge sparen, werden auf der Suche nach einer geeigneten Anlageform das Investment-Prinzip früher oder später in Erwägung ziehen, da ihnen die quotale Beteiligung an sorgfältig ausgewählten Sachwerten zweifellos eine Reihe gewichtiger Vorteile bietet, die im Zeichen einer permanenten Inflationsgefahr unbestrittenermaßen von nicht zu unterschätzender Bedeutung sind. Lediglich für die sog. "Zweckssparer" dürfte der Erwerb von Investment-Zertifikaten nur sehr bedingt in Frage kommen, weil nämlich die verschiedenen "Nebenkosten", d.h. also die vom Anteilseigner zu bezahlenden An- und Verkaufsspesen, dieses Sparsystem für eine nur kurzfristige Geldanlage verhältnismäßig unrentabel machen. Soweit aber zur Erreichung des ins Auge gefaßten Sparzieles eine etwas längere Bindung der betreffenden Kapitalien erforderlich ist, könnte sich der Zertifikat-Erwerb unter Umständen sogar im Bereich des reinen Zwecksparens als vorteilhafte Anlageform erweisen.¹⁾ Zusammenfassend läßt sich daher sagen, daß das Investment-Sparen durchaus in der Lage ist, eine Reihe wichtiger Sparmotive in ausreichendem Maße zu befriedigen, womit also eine unumgängliche Voraussetzung für das Auftreten eines entsprechenden "Bedarfes" an Investment-Zertifikaten praktisch erfüllt wäre.

Im Hinblick auf eine marktgerechte Ausgestaltung der Absatzpolitik bzw. der Werbung muß aber nicht nur festgestellt werden, welche Motive beim Erwerb von Investment-Zertifikaten grundsätzlich eine gewisse Rolle spielen können, sondern welche Motive dies auch tatsächlich tun. Die entsprechende Umfrage bei den Verwaltungsorganen der westdeutschen Investment Trusts - eine primäre Kundenbefragung hierüber liegt leider

1) Auf die Möglichkeit einer eventuellen Verpfändung der Zertifikate, die in solchen Fällen eine gewisse Bedeutung erlangen könnte, wurde bereits an früherer Stelle hingewiesen.

noch nicht vor - erbrachte dabei das voraussehbare Ergebnis, daß nach der übereinstimmenden Ansicht aller befragten Gesellschaften für die Hinwendung zum Investment-Sparen vor allem zwei Motive von besonderer Durchschlagskraft sind: Ein ausgeprägtes Rentabilitätsdenken einerseits und der Wunsch nach einer wertbeständigen Kapitalanlage andererseits, der sich im konkreten Einzelfall auch mit der unausgesprochenen Hoffnung verbinden kann, auf diesem Wege einen risikolosen Kursgewinn zu erzielen. Hinsichtlich der subjektiven Bedeutung dieser beiden Sparmotive für den Kaufentschluß des einzelnen Zertifikat-Erwerbers läßt sich außerdem noch - den detaillierten Angaben einer bestimmten Trust-Leitung zufolge - in den meisten Fällen eine deutliche Gewichtsverlagerung erkennen, welche den gesamten Kundenkreis dieses Institutes in zwei grundverschiedene Teilgruppen zerlegt. Die kleineren Investment-Sparer, worunter Anleger mit einem Besitzstand von höchstens 1.500,-- DM zu verstehen sind, lassen sich nämlich bei ihrem Kaufentschluß vorwiegend von dem Gedanken der Werterhaltung leiten, wohingegen für die besser situierten Investment-Interessenten, die ein Zertifikat-Vermögen von bis zu 20.000,-- DM aufweisen, in erster Linie die Rentabilitätsfrage das ausschlaggebende Bedarfsmoment darstellt. Nachdem aber - was dem Rechenschaftsbericht einer anderen Gesellschaft zu entnehmen ist - über 60 % der emittierten Anteilscheine in Posten von höchstens zehn Stück abgesetzt worden sind und der Durchschnittsbesitz eines Kunden der erstgenannten Fonds-Verwaltung bei etwas mehr als 1.000,-- DM liegt, dürfte die überwiegende Mehrheit aller Investment-Sparer unter diejenige Käufergruppe einzuordnen sein, für welche der Sicherheitsfaktor das entscheidende Sparmotiv bildet.¹⁾

1) Demgegenüber ergab nach P u h l : a.a.O., S. 72 eine in den USA durchgeführte Publikumsbefragung folgende Motive für die Beteiligung am dortigen Investment-Sparen:

Verbesserung der Lebenshaltung.....	15,0 %
Höhere Rendite der Ersparnisse.....	28,4 %
Schutz gegen Entwertung.....	15,9 %
Sicherung der Altersversorgung.....	29,3 %
Sonstige.....	11,4 %
	100,0 %

Neben dem Sicherungsmotiv (29,3 + 15,9 %) spielt also bei den amerikanischen Zertifikat-Käufern auch das Renditedenken (28,4 %) eine erhebliche Rolle, sowie z.T. auch das Zwecksparen (15,0 %), was die weiter oben getroffene Feststellung über den breiten Anwendungsbereich des Investment-Sparens nochmals deutlich unterstreicht.

Im Zusammenhang mit der soeben durchgeführten "Motivforschung" taucht ferner auch noch die Frage auf, bei welchen Personenzirkeln die für den Zertifikat-Erwerb ausschlaggebenden Sparzwecke eine besonders große Rolle spielen und infolgedessen eine entsprechend starke "Nachfrage" nach diesem "Gut" hervorrufen. Die Ermittlung derartiger "Käuferschichten", bei denen also der "Bedarf" aus irgendeinem Grund viel häufiger in Erscheinung tritt als bei den übrigen "Bedarfsträgern", ist vor allem für bestimmte Maßnahmen der Absatzpolitik sehr wichtig, da sie u.a. auch die Durchführung eines "gezielten" Werbefeldzuges ermöglicht.¹⁾

Im Hinblick auf die potentiellen Käuferschichten für Investment-Zertifikate ergeben sich die ersten Hinweise hierauf bereits aus der auf Seite 114 wiedergegebenen Übersicht über die gegenwärtigen Spargewohnheiten der westdeutschen Gesamtbevölkerung, derzufolge die Berufsgruppe "Selbständige, Landwirte und Freie Berufe" bisher ein wesentlich größeres Interesse für die Aktien- und Obligationenanlage gezeigt hat als diejenige der "Arbeiter und Landarbeiter", während die breite Schicht der "Angestellten und Beamten" in dieser Beziehung eine ungefähre Mittelstellung einnimmt. Was nämlich für die seitherige Verbreitung des Wertpapiersparens gilt, muß im wesentlichen auch für die voraussichtlichen Absatzchancen der Investment-Zertifikate zutreffen, da auch die Beteiligung an den diversen Wertpapier-Fonds einer Kapitalanlagegesellschaft - ebenso wie der Erwerb von Aktien und Obligationen - ein gewisses Mindestmaß an volkswirtschaftlichen Grundkenntnissen voraussetzt, welches eben bei den gehobenen Schichten einer Volksgemeinschaft verständlicherweise viel eher anzutreffen ist als bei den tieferen. Darüber hinaus wurde im vorigen Abschnitt schon die Feststellung getroffen, daß sich die Mehrzahl der westdeutschen Zertifikat-Käufer aus sog. "Vorsorgesparglern" zusammensetzen scheint, was analog auch bei den Besitzern von Aktien und Obligationen der Fall sein dürfte, so daß also mit einer gewissen Berechtigung angenommen werden kann, die soziologische Schichtung der privaten Investment-Interessenten werde höchstwahrscheinlich - zumindest aber in den nächsten Jahren - etwa die gleiche Struktur aufweisen

1) Vgl. hierzu L i s o w s k y: "Käuferschichtung als absatzwirtschaftliches Problem", in der "Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung", Jg. 1950, H. 11, S. 527 ff.

wie diejenige der traditionellen Wertpapiersparer.¹⁾

Unter Berücksichtigung dieser Sachlage ist es daher nicht uninteressant, einen kurzen Blick auf die personelle Zusammensetzung der westdeutschen Aktien- und Obligationenbesitzer zu werfen, welche nach den kürzlichen Erhebungen des schon vorerwähnten "Divo-Institutes" etwa folgendes Aussehen hat:

- 7 % der Effektsparer sind Angehörige der freien Berufe,
- 22 % sind selbständige Kaufleute oder leitende Angestellte,
- 20 % sind kleinere Angestellte,
- 6 % sind Facharbeiter,
- 4 % sind Hilfsarbeiter und
- 28 % gehören der Landbevölkerung an.²⁾

Das leider nur unvollständige Ergebnis dieser Umfrage zeigt aber nichtsdestoweniger ein deutliches Übergewicht der akademisch bzw. kaufmännisch vorgebildeten Berufskreise, was in Anbetracht der dargelegten Umstände auch gar nicht anders zu erwarten war. Überraschend ist lediglich der verhältnismäßig hohe Anteil der Landbevölkerung, welcher nach der Ansicht der kommentierenden Stelle hauptsächlich aus vermögenden Großbauern besteht, die über Aktien der von ihnen belieferten Nahrungsmittelwerke verfügen. Meiner Meinung nach han-

1) Bei den letztgenannten ist aber in diesem Zusammenhang nur an die personellen Wertpapierkäufer zu denken und nicht auch an die sog. "institutionellen", welche heute bekanntlich über den Großteil aller Effektenbestände verfügen.

Außerdem soll natürlich die soeben aufgestellte Hypothese keineswegs zum Ausdruck bringen, daß sich die zukünftigen Investment-Sparer vorwiegend aus den bisherigen Wertpapierkäufern rekrutieren werden, denn gerade das ist aus verschiedenen Gründen nicht sehr wahrscheinlich, wie die später vorzunehmende Konkurrenzanalyse noch näher zeigen wird. Lediglich die weiter oben getroffene Feststellung über das Vorliegen eines gemeinsamen Sparmotives einerseits und die Notwendigkeit einer gewissen Allgemeinbildung andererseits lassen als naheliegende Konsequenz die theoretisch-deduktive Schlußfolgerung zu, die Frequentanten dieser beiden Sparmethoden könnten möglicherweise den gleichen Bevölkerungsschichten angehören, ohne jedoch zwangsläufig miteinander identisch zu sein.

2) Rein zahlenmäßig macht der erfaßte Personenkreis, in welchem aber z.T. auch die Angehörigen der betreffenden Wertpapiersparer enthalten sind, etwa 4 % der bundesdeutschen Gesamtbevölkerung aus.

Wegen der Quellenangabe vgl. die Anmerkung auf Seite 115.

delt es sich hierbei aber vorwiegend um Obligationenbesitzer, da ja bekanntlich die großen deutschen Pfandbriefinstitute, insbesondere aber die süddeutschen Hypothekenbanken, stets einen erheblichen Prozentsatz ihrer Vorkriegsemissionen bei den bauerlichen Käuferschichten unterbringen konnten. Inwiefern daher der letztgenannte Personenkreis auch für den Erwerb von Investment-Zertifikaten in Frage kommen wird, läßt sich m.E. noch nicht sicher beantworten, weil man zunächst einmal abwarten muß, wie schnell sich die konservative Landbevölkerung von ihren traditionsgebundenen, stark auf den Nominalwert abgestellten Vermögensbegriffen löst.¹⁾

Auch der Kreis derjenigen, die zwar heute noch keine Wertpapiere besitzen, aber in Zukunft welche erwerben wollen, weist eine ganz ähnliche Zusammensetzung auf wie das Strukturbild der bisherigen Effektensparer, obgleich allerdings auffällt, daß die Bauernschaft unter den angeführten Wertpapier-Interessenten nicht mehr vertreten ist. Einer weiteren Erhebung des "Divo-Institutes" zufolge äußerten nämlich folgende Bevölkerungsgruppen eine entsprechende Kaufabsicht:

- 10 % der freien Berufe,
- 28 % der selbständigen und leitenden Kaufleute, sowie
- 17 % der Angestellten, aber nur
- 4 % der Arbeiter.²⁾

Den Ergebnissen der letztgenannten Primärerhebung zufolge müßten sich also - wenn die weiter oben geäußerte Vermutung wenigstens einigermaßen zutrifft - die wichtigsten Käufergruppen der neugegründeten Investment-Gesellschaften vorwiegend aus den Angehörigen solcher Bevölkerungskreise zusammensetzen, die man schon immer als die typischen Sparererschichten

- 1) Gewisse Schwierigkeiten psychologischer Art könnten sich hierbei vor allem dadurch ergeben, daß die Anteilscheine der westdeutschen Investment Trusts bekanntlich keinen festen Nennwert haben, sondern nur einen schwankenden, der jeweiligen Börsenlage entsprechenden Ausgabe- bzw. Rücknahmepreis.
- 2) Insgesamt wollten nach dieser Umfrage etwa 5 % der erfaßten Personen irgendwelche Wertpapiere erwerben, und zwar:
 - 13 % der Ober- und gehobenen Mittelschicht,
 - 7 % der Mittelschicht und
 - 4 % der Unterschicht,wobei als Schichtungskriterien die Determinanten Beruf, Einkommensbildung und Wohnverhältnisse herangezogen wurden.

Deutschlands bezeichnen konnte und die bis in die jüngste Vergangenheit hinein das sog. "Besitzbürgertum" repräsentierten. In der Tat wird diese hypothetische Annahme durch die praktische Erfahrung einer auf dem schriftlichen Wege interviewten Trust-Leitung bestätigt, die in der vollständig mitgeteilten Absatzstatistik folgende Käufergruppen namentlich anführt:

Angestellte.....	27,3 %
Hausfrauen.....	23,0 %
Kaufleute.....	15,4 %
Freie Berufe.....	11,7 %
Rentner und Pensionäre....	7,8 %
Arbeiter.....	2,5 %
Sonstige Käufer.....	<u>12,3 %</u>
	100,0 %

Neben der dominierenden Rolle der Angestellten, Kaufleute und freien Berufe fällt dabei vor allem der überraschend starke Anteil der Hausfrauen auf, der auch in den Rechenschaftsberichten einiger anderer Gesellschaften ausdrücklich hervorgehoben wird.¹⁾ Zur Beurteilung seiner effektiven Größe müßte aber m.E. erst einmal untersucht werden, ob die betreffenden Frauen die gekauften Zertifikate tatsächlich für sich selbst erworben haben oder aber nur im Auftrag ihrer berufstätigen Ehegatten, was gegebenenfalls eine entsprechende Umverteilung der Position "Hausfrauen" auf eine Reihe anderer Käufergruppen zur Folge haben könnte. Im übrigen aber macht der ebenfalls erstaunlich hohe Prozentsatz investment-sparender Rentner und Pensionäre nochmals deutlich auf die schon eingangs festgestellte Tatsache aufmerksam, daß bei dem individuell geprägten Marktfaktor "Sparwilligkeit" eine ganze Anzahl außerwirtschaftlicher Interdependenzen wirksam sind, die sich naturgemäß einer analytisch-rationalen Durchleuchtung nur unvollkommen erschließen.

Demgegenüber stellt die sog. "Sparfähigkeit" einen wesentlich leichter zu erfassenden Bedarfsfaktor dar, weil sie nämlich durch das gegenseitige Verhältnis zweier Marktdaten be-

1) Die "Union-Investment-Gesellschaft m.b.H.", Frankfurt, gibt ihn z.B. in ihrem Rechenschaftsbericht per 30. September 1957 mit circa 13 % an.

stimmt wird, die sich zunächst einmal schon rein begrifflich in einwandfreier Weise abgrenzen lassen. Gemeint sind hiermit das quantitative "Gesamteinkommen" eines bestimmten Bedarfsträgers einerseits und die Höhe seines "Grund-" oder "Existenzbedarfes" andererseits, als deren Differenz man ja bekanntlich die mutmaßliche Sparfähigkeit dieses Marktpartners zu definieren pflegt.¹⁾ Während nun aber die erstgenannte Komponente, auch in sachlicher Beziehung stets unzweideutig zu umreißen ist, hängt der definitive Umfang der zweiten Bestimmungsgröße bis zu einem gewissen Grad von der jeweiligen Bedarfsstruktur der einzelnen Bedarfsträger ab, bzw. von deren subjektiver Vorstellung über das unumgängliche Mindestmaß ihres persönlichen "Existenzbedarfes".²⁾ Durch diesen Umstand erhält also selbst die prinzipielle Sparfähigkeit eines bestimmten Marktpartners einen subjektiv-bedingten Einschlag, wohingegen andererseits - wie schon erwähnt - seine individuelle Sparwilligkeit wenigstens teilweise auch von den spezifischen Einflüssen eines generellen Sparklimas abhängig sein kann. In jedem Fall aber begrenzt die effektive Höhe des "objektiven" Bedarfsfaktors Sparfähigkeit zugleich auch die potentielle Wirkungsmöglichkeit des "subjektiven" Bedarfsfaktors Sparwilligkeit, während umgekehrt eine grundsätzlich vorhandene Sparfähigkeit naturgemäß nur insoweit in Erscheinung tritt, als gleichzeitig auch eine entsprechende Sparwilligkeit dahinter steht. Das praktische Ergebnis dieses Wechselspiels schlägt sich dann äußerlich sichtbar in der sog. "Sparquote" nieder, zu welcher jedoch nicht hier, sondern erst im Rahmen der späteren Konkurrenzanalyse näher Stellung genommen werden soll.

Dagegen sei an dieser Stelle noch kurz auf die bekannte Tatsache hingewiesen, daß der Erwerb eines bestimmten Gutes normalerweise auch das Vorhandensein einer bestimmten Mindest-Kaufkraft erforderlich macht und daß es außerdem für jedes Gut auch eine bestimmte Höchstgrenze des Bedarfsfaktors Kaufkraft gibt, von der ab die betreffenden Käuferschichten den Erwerb eines sog. "Substitutionsgutes" in Erwägung zu ziehen

1) Vgl. z.B. S o i n é: a.a.O., S. 6, sowie R ö p k e: "Die Versteinerung des Zinses", in der "Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", Jg. 1950, H. 18, S. 9 und ferner auch R i t s c h l: "Begründung und Neugestaltung der steuerlichen Entlastung des Sparens", in der "Sparkasse", Jg. 1957, H. 20, S. 318.

2) Ähnlich auch V o i g t: a.a.O., S. 207 ff.

beginnen.¹⁾ Der gleiche Sachverhalt trifft nun bei dem "Gut" Investment-Zertifikate ebenfalls zu, nur ist hier natürlich, - der Eigenart des Falles entsprechend - der Ausdruck "Kaufkraft" durch den synonymen Begriff "Sparkraft" zu ersetzen, d.h. also durch die soeben erläuterte "Sparfähigkeit". Wie breit allerdings deren Spanne im Hinblick auf den Erwerb von Investment-Zertifikaten ungefähr sein dürfte, läßt sich m.E. nicht generell festlegen, da dies zum größten Teil von den einzelnen Gesellschaften selbst abhängt bzw. von der marktgerechten Ausgestaltung ihrer Distributionspolitik. So richtet sich z.B. das erforderliche Sparkraft-Minimum in erster Linie nach dem jeweiligen Ausgabepreis der in Umlauf befindlichen Anteilscheine, weshalb also letzterer im Interesse eines möglichst breiten Absatzmarktes immer relativ niedrig sein sollte. Die praktische Notwendigkeit dieser Forderung wird darüber hinaus durch das erstaunliche Teilergebnis einer kürzlich durchgeführten Repräsentativerhebung bestätigt, derzufolge von den seinerzeit ermittelten Wertpapier-Interessenten nicht weniger als

- 16 % über ein Netto-Familieneinkommen von höchstens 300,-- DM verfügten und weitere
- 35 % ein solches in der Größenordnung von 300,-- bis unter 500,-- DM besaßen.²⁾

Die für einen Zertifikat-Kauf maßgebende Sparkraft-Obergrenze dagegen wird im wesentlichen von den diversen Vorteilen bestimmt, die das Beteiligungs-Sparen auch einem größeren Vermögensbesitzer hie und da noch zu bieten vermag. Sie richtet sich daher zunächst einmal nach den diesbezüglichen Fähigkeiten der verschiedenen Trust-Leitungen, hängt aber außerdem auch von gewissen Imponderabilien ab, zu denen beispielsweise die persönliche Risikofreudigkeit gehört, die ja bekanntlich von Fall zu Fall sehr unterschiedlich ausgeprägt

1) Vgl. hierzu auch S c h ä f e r: a.a.O., S. 116 ff.

2) Dieses Resultat ergab sich aus einer Befragungsaktion des "Divo-Institutes", Frankfurt, über welche bereits auf Seite 115 ein entsprechender Quellenhinweis erfolgte.

Demgegenüber wiesen nach P u h l: a.a.O., S. 48 die an der New-York Stock Exchange getesteten Aktienkäufer folgende Einkommensschichtung auf:

unter	5.000,--	§ per annum.....	5,9 %
zwischen	5 - 10.000,--	§ per annum.....	25,5 %
zwischen	10 - 25.000,--	§ per annum.....	36,0 %
über	25.000,--	§ per annum.....	32,6 %
			100,0 %

ist. Im allgemeinen jedoch findet die spezifische Wirkungsmöglichkeit einer Investment-Gesellschaft ihr zwangsläufiges Ende stets dort, wo der betreffende Kunde infolge seiner umfangreichen Kapitalien einerseits und einer genügenden Sachkenntnis bzw. fachkundigen Beratung andererseits auf die kostenverursachende Beteiligung an einem kollektiven Wertpapier-Fonds nicht mehr angewiesen ist, da er eine zweckdienliche Anlagenstreuung bereits von sich aus in angemessener Weise vornehmen kann.¹⁾

Der soeben erläuterte Sachverhalt läßt gleichzeitig auch die naheliegende Vermutung zu, daß institutionelle Groß-Anleger, wie z.B. Versicherungen, Anstalten, Stiftungen oder Vereine, aber auch bedeutende Wirtschaftsunternehmungen, Pensionskassen und ähnliche Organisationen für den Erwerb von Investment-Zertifikaten kaum in Frage kommen dürften, weil sie nämlich - was die verfügbaren Gelder anbelangt - in der Regel weit jenseits des maximalen Sparkraft-Limits liegen. Nur insoweit, als es sich hierbei um relativ kleine Gebilde handelt, werden selbstverständlich auch sie das Investment-Sparen "bei Bedarf" entsprechend berücksichtigen, doch ändert dies nichts an der Tatsache, daß sich der hauptsächliche und gewissermaßen prädestinierte Kundenkreis der Kapitalanlagegesellschaften vorwiegend aus den verschiedenen Schichten der privaten Vorsorge-Sparer zusammensetzen pflegt, die ja schon von Natur aus - wie der Ursprung der modernen Investment Trusts zeigt - die wesentlichste Hauptstütze ihres Absatzmarktes bilden.

Für die deutschen Verhältnisse wird dieser Umstand in eindeutiger Weise durch die bisherige Erfahrung der hierüber befragten Trust-Leitungen bestätigt, die in ihren diesbezüglichen Antworten die Absatzquote der nicht-privaten Kundengruppen durchwegs als "geringfügig" bis "nennenswert" bezeichneten und als wichtigste Ursachen hierfür "ausreichende Eigenmittel" in Verbindung mit "eigener Sachkenntnis" angaben. Lediglich die offizielle Absatzstatistik der "Union-Investment-

1) Wegen der ungefähren Höhe der hier in Betracht zu ziehenden Grenzlinie wird nochmals auf die vorerwähnten Angaben einer westdeutschen Trust-Leitung verwiesen, deren Investment-Kunden teilweise bis zu 20.000,-- DM in den Teilhaber-Zertifikaten dieser Firma angelegt hatten.

Gesellschaft m.b.H.", Frankfurt, veröffentlicht in ihrem Geschäftsbericht per 30. September 1957, weist u.a. eine Position "Gewerbliche Unternehmen, Vereine, Kassen etc." aus, auf welche etwa 26 % der emittierten "Unifonds"-Zertifikate entfallen. Es kann jedoch mit ziemlicher Sicherheit angenommen werden, daß sich diese Rubrik im wesentlichen aus den Inhabern kleinerer und mittlerer Geschäftsbetriebe zusammensetzt, welche die betreffenden Anteilscheine im Rahmen ihrer Unternehmungen als langfristige Zweck- bzw. allgemeine Sicherheitsrücklage erworben haben und daher weitgehend den privaten Investment-Sparern gleichzusetzen sind.¹⁾

Wirft man nun abschließend noch einen kurzen Blick auf die mutmaßlichen Chancen des "Export"-Geschäftes, so kommt man auf Grund einer einfachen Überlegung sehr bald zu dem Ergebnis, daß die diversen Auslandsmärkte allem Anschein nach nur sehr bedingt als zusätzliches Absatzfeld der westdeutschen Kapitalanlagegesellschaften in Betracht zu ziehen sind. In denjenigen Ländern nämlich, in denen es bisher noch nicht zur Gründung eigener Investment Trusts gekommen ist, dürfte es höchstwahrscheinlich sehr schwer und vor allem auch sehr kostspielig sein, das Beteiligungs-Sparen mit Hilfe fremder Zertifikate erfolgreich einzubürgern, während die Sparerseichten derjenigen Staaten, die selbst über alteingeführte Investment-Gesellschaften verfügen, die Anteilscheine der einheimischen Trusts den Zertifikaten der ausländischen Fonds in der Regel vorziehen werden, weil ihnen die erstgenannten sowohl in sachlicher als auch in persönlicher Hinsicht viel näher stehen als die letzteren. Außerdem steht natürlich jeder Gesellschaft die Möglichkeit offen, beim Auftreten eines entsprechenden Bedarfes einen Spezial-Fonds deutscher Effekten zu bilden, um auf diese Weise die vorhandene Nachfrage zu Gunsten des eigenen Geschäftes zu absorbieren. In weitgehender Übereinstimmung mit dieser Sachlage bezeichneten daher die westdeutschen Trust-Leitungen ihren bisherigen Auslandsabsatz meist als "unerheblich" oder "minimal", obwohl sogar zwei der fünf Gesellschaften unter aktiver Beteiligung ausländischer Bankfirmen gegründet worden sind.

Zusammenfassend läßt sich also feststellen, daß der Schwer-

1) Auf diese spezielle Absatzmöglichkeit wurde bereits an früherer Stelle eigens hingewiesen.

punkt der zukünftigen Investment-Entwicklung Deutschlands - wie schon bisher auf den privaten Sparerschichten des Binnenmarktes liegen dürfte, gegenüber denen die relative Bedeutung der inländischen Groß-Anleger einerseits, wie auch der mengenmäßige Anteil der ausländischen Kundengruppen andererseits aus den oben erläuterten Gründen ziemlich stark in den Hintergrund tritt. Eine einigermaßen sichere und halbwegs fundierte Schätzung des wahrscheinlichen Gesamtbedarfes ist allerdings kaum durchführbar, da die "Aufnahmefähigkeit des Marktes" für das "Gut" Investment-Zertifikate, d.h. also der mutmaßliche "saturation-point" im Hinblick auf den voraussichtlichen Umfang des Beteiligungs-Sparens in der Bundesrepublik, von einer ganzen Reihe individueller, betriebstechnischer und volkswirtschaftlicher Bestimmungsgrößen abhängt, deren zukünftige Erscheinungsdaten heute natürlich noch in keiner Weise zu überblicken sind. Nichtsdestoweniger glauben jedoch einige der befragten Gesellschaften damit rechnen zu können, daß sich der gegenwärtige Zertifikat-Umlauf - rebus sic stantibus - im Jahre 1958 etwa verdoppeln bis verdreifachen wird und damit also eine ungefähre Höhe von 600 - 900 Mill. DM erreichen dürfte.¹⁾

Auf lange Sicht gesehen erwarten die Trust-Leitungen dagegen ein optimales Anlage- bzw. Absatzvolumen von annähernd 2 Mrd. DM, das sich zwar möglicherweise schon in den nächsten drei bis fünf Jahren verwirklichen läßt, das aber auf jeden Fall - zumindest jedoch nach der einhelligen Ansicht aller deutschen Investment-Gesellschaften - folgende Grundbedingungen zur unumgänglichen Voraussetzung hat:

1. Eine großangelegte Aufklärungs- und Werbekampagne zur Ge-

-
- 1) Ende November bzw. Anfang Dezember 1957 belief sich nämlich das zusammengefaßte Fonds-Vermögen aller westdeutschen Kapitalanlagegesellschaften auf schätzungsweise 300 Mill. DM, was umgerechnet einem ungefähren Durchschnittsbetrag von 6.-- DM pro Kopf der Bevölkerung entspricht.

Demgegenüber wies der gleiche Betrag - bezogen auf die Jahresmitte 1957 - in den traditionellen Investment-Staaten bereits folgenden Stand auf:

England.....	100.-- DM
USA.....	300.-- DM
Schweiz.....	400.-- DM

(Nach W o r m e r: "Wer besitzt Wertpapiere?", in der Aufsatzfolge: "Börsen- und Emissionsgeschäft im Zeichen der Popularisierung des Wertpapieres", veröffentlicht als Beilage zum "Volkswirt", Heft 39 vom 28. September 1957)

winnung breiter Käuferschichten.

2. Eine wirksame Begünstigung der privaten Kapitalbildungsmöglichkeit durch entsprechende Maßnahmen des Gesetzgebers.
3. Eine stabile Kaufkraft des Geldes als generellen Anreiz zum Sparen im allgemeinen, sowie
4. Ein allgemein steigendes bzw. anhaltend festes Kursniveau, durch welches die Vorteile des Effektensparens sichtbar zum Ausdruck kommen.^{1),2)}

bb) Die Analyse der Konkurrenz

Anknüpfend an die soeben ermittelten Prämissen einer dynamischen Investment-Entwicklung soll nun im folgenden die grundsätzliche Wettbewerbslage dargestellt werden, die im Rahmen des komplexen Marktgeschehens den zweiten Determinierungsfaktor für den erzielbaren Absatzerfolg der einzelnen Trust-Leitungen bildet. Dabei ist zunächst einmal von der als zwingend erkannten Notwendigkeit auszugehen, dem wiederentdeckten Beteiligungs-Sparen nach und nach einen genügend breiten Kundestamm zu verschaffen, sowie außerdem von der schon früher erwähnten Tatsache, daß sich letzterer - und zwar ganz zwangsläufig - aus einer Vielzahl von "Neu-, Mehr- oder Anders-Sparern" zusammensetzen wird, wodurch sich also de facto folgende Konkurrenz-Zonen ergeben:

1. Die "sphärische" Konkurrenz zwischen Konsum plus Zwangs-Sparen einerseits und der selbstverantwortlichen Vorsorge andererseits.
2. Die "vertikale" Konkurrenz zwischen den bisherigen Sparformen einerseits und dem neuerstandenen Investment-Sparen andererseits, sowie
3. Die "horizontale" Konkurrenz zwischen den verschiedenen Kapitalanlagegesellschaften untereinander.³⁾

-
- 1) Die angeführte Reihenfolge ergab sich durch die punktweise Auswertung einer sog. "cafeteria-question", die den angesprochenen Investment Trusts zur Beantwortung vorgelegt wurde und die im einzelnen sieben verschiedene Auswahlmöglichkeiten umfaßte.
 - 2) Zur Frage des maximalen Zertifikat-Absatzes vgl. auch F r ü s t ü c k: "Erste Erfahrungen mit Investment-Sparen", Fundstelle wie oben, sowie R i n g l e b: "Für die Aktie stärker werben!", in der Beilage zum "Handelsblatt", Nr. 134 vom 15. November 1957.
 - 3) Wegen der angewandten Terminologie vgl. auch S c h ä f e r: a.a.O., S. 163 f. und die dort zitierten Autoren.

Was nun den Konsum anbelangt bzw. seinen retardierenden Einfluß auf den quantitativen Umfang der privaten Kapitalbildung, so ist natürlich im Prinzip festzustellen, daß jede Zunahme der sog. "Verbrauchsneigung" gleichzeitig eine äquivalente Abnahme der korrespondierenden "Sparneigung" bewirkt und damit auch eine entsprechende Reaktion des gesamten Sparvolumens. Jede gewaltsame Forcierung des angestrebten Lebensstandards - vor allem, wenn sie unter Inanspruchnahme der verschiedenen Teilzahlungshilfen erfolgt - beeinträchtigt also ohne Zweifel sowohl die Höhe des individuellen Kapitalaufkommens im allgemeinen als auch die Chancen des kollektiven Be-

Nettoersparnis der Einzelpersonen in % des verfügbaren
persönlichen Einkommens (= private Sparquote)^{x)}

Jahr	Groß- britannien	Frankreich	Bundesrepublik Deutschland	Vereinigte Staaten
1950	-1,8	8,7	3,7	5,9
1951	-1,7	6,3	4,0	7,8
1952	3,3	7,0	6,0	8,0
1953	4,2	6,1	7,1	7,9
1954	3,1	7,0	7,8	7,0
1955	4,3	7,9	6,8	6,1
1956	7,0	7,4	6,4	7,3

x) Veröffentlicht im 27. Jahresbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, abgedruckt in der "Sparkasse", Jg. 1957, H. 22, S. 354.

teiligungs-Sparens im besonderen und verkörpert demnach einen grundsätzlich nicht zu unterschätzenden Wettbewerbsfaktor. Vergleicht man jedoch, um einen konkreten Eindruck von seiner relativen Stärke zu gewinnen, die prozentuale Nettoersparnis der Einzelpersonen in der Bundesrepublik mit der gleichen Grösse in einigen anderen Ländern, so wird man wohl kaum behaupten können, daß die Konkurrenzwirkung des Verbrauchs auf die Vermögensbildung der westdeutschen Haushalte eine übermäßig grosse sei. Sowohl in den USA als auch in England, die ja beide zu den "klassischen" Investment-Staaten gehören, lag nämlich die private Sparquote im Durchschnitt der letzten Jahre nicht wesentlich höher als in der Bundesrepublik, wo sie neuerdings wieder beträchtlich gestiegen ist, nachdem sich vorübergehend

- bedingt durch die währungspolitischen Debatten der Jahre 1955/56 und eine aufkommende Unruhe im Preissektor - eine leichte "Sparmüdigkeit" bemerkbar gemacht hatte.¹⁾

Soweit jedoch trotzdem ein steigender Hang zum "demonstrativen Verbrauch" festzustellen war bzw. eine wachsende "Neigung zur äußeren Repräsentanz", so entsprang dieser "Überkonsum" in den meisten Fällen einem bewußten oder unbewußten Drang zur "Hebung des Sozialprestiges" und betraf daher vorwiegend solche Bevölkerungsgruppen, die erst seit kurzem in die ungefähren Einkommensverhältnisse des traditionellen "Mittelstandes" hineingewachsen sind und auf diese Weise eine gewisse "Selbstbestätigung" ihrer neuerworbenen Gesellschaftsposition anzustreben scheinen.²⁾ Nachdem aber die weiter oben durchgeführte Bedarfsanalyse zu dem Ergebnis kam, daß gerade diese Schichten - in der Hauptsache also die zahlungsfähigen Kreise der gut verdienenden Arbeiterschaft - für den Erwerb von Investment-Zertifikaten vorerst kaum zu erschließen sind, dürften dem Beteiligungs-Sparen aus jener Sonderentwicklung keine allzu großen Nachteile erwachsen, zumal ihm ohnehin nicht daran gelegen sein kann, die marginale Sparquote auf Kosten der Konsumneigung überproportional steigen zu sehen. Erstens würde nämlich ein spürbarer Rückgang des Verbrauchs über ein ebensolches Absinken der Produktion zu einer erheblichen Beschneidung der Masseneinkommen führen und damit auch zu einer entsprechenden Verminderung der allgemeinen Sparkraft, und zweitens hätte der gleiche Prozess früher oder später eine empfindliche Devaluation der verwalteten Effektenbestände zur Folge, deren innerer Wert ja bekanntlich nicht nur substanz-, sondern auch ertragsmäßig - und insbesondere dann, wenn es sich vorwiegend um Aktien-Fonds handelt - in erster Linie von den konjunkturellen Auftriebstendenzen einer zufriedenstellenden Gesamtwirtschaftslage abhängig ist. Demzufolge wird also der Konsum nur in Ausnahmefällen eine ernsthafte Konkurrenz des Investment-Sparens darstellen, für welches jedoch norma-

- 1) Vgl. hierzu die vorseitig wiedergegebene Tabelle, sowie hinsichtlich der neueren Entwicklung den Monatsbericht der Deutschen Bundesbank für Oktober 1957.
- 2) Vgl. auch B a e h r i n g: "Das Wertpapier sucht den Sparer", in der Beilage zum "Handelsblatt", Nr. 134 vom 15. November 1957 und T r a u t m a n n: "Renaissance des Wertpapiers?", in der Beilage zum "Volkswirt", H. 39 vom 28. September 1957.

lerweise das reibungslose Zusammenspiel zwischen Sparen, Investieren und Verbrauchen aus den obengenannten Gründen von allergrößtem Interesse sein muß.¹⁾

Wesentlich stärker ist dagegen die Konkurrenzwirkung des sog. "Zwangsparens", welches innerhalb einer einzigen Generation zum dominierenden Faktor der volkswirtschaftlichen Kapitalbildung Deutschlands heranwuchs. Während nämlich heute - wie die beigelegte Übersicht zeigt - bereits mehr als 80 % aller neu geschaffenen Vermögenswerte auf den Bereich "öffentliche Haushalte und Wirtschaftsunternehmen" entfallen, waren es im

Die Finanzierung der Vermögensbildung in der Bundesrepublik
(ohne Vermögensübertragungen und Kreditaufnahmen)^{x)}

Ersparnisse	1955	1956
	Mrd.DM bzw. %	Mrd.DM bzw. %
der privaten Haushalte	6,7 = 20,94	6,9 = 19,44
der Unternehmungen	12,2 = 38,12	12,9 = 36,49
der öffentlichen Hand	<u>13,1 = 40,94</u>	<u>15,6 = 44,07</u>
	32,0 = 100,00	35,4 = 100,00

x) nach v. S p r e i d l e r: "Sparförderung in Sicht", in der "Sparkasse", Jg. 1958, H. 1, S. 6.

Durchschnitt der Jahre 1924/26 schätzungsweise 20, wodurch sich also umgekehrt der entsprechende Anteil des Privatsektors von ungefähr 80 auf nicht ganz 20 % ermäßigt hat.²⁾ Bei der Würdigung des Einflusses, der von diesem Sachverhalt auf die zukünftigen Entwicklungs-Chancen des Investment-Sparens ausstrahlt, muß jedoch unterschieden werden zwischen den Konsequenzen der Fiskalpolitik und der betrieblichen Selbstfinanzierung einerseits, sowie den nachteiligen Folgen der gesetzlichen Zwangsversicherung andererseits, zu welcher noch häufig eine freiwillige, vom jeweiligen Arbeitgeber zusätzlich übernommene Unterstützungsfunktion ergänzend hinzutritt. So-

- 1) Einen beachtenswerten Diskussionsbeitrag zu diesem Problem lieferte kürzlich auch O.v. N e l l - B r e u n i n g mit seinem umstrittenen Aufsatz über "Sparen ohne Konsumverzucht", erschienen im "Volkswirt", Jg. 1957, H. 37, S. 2051.
- 2) Vgl. auch W o r m e r: "Die Kapitalbildung seit der Währungsreform", in der Aufsatzfolge "Sparen und Investieren", veröffentlicht als Beilage zum "Volkswirt", Heft 47 vom 24. November 1956.

wohl die Steuern als auch die auf den Preis abgewälzten Investitionskosten der Unternehmungen vermindern nämlich in erster Linie die Sparfähigkeit der einzelnen Einkommensbezieher, die verschiedenen Einrichtungen des Sozialwesens dagegen lähmen in der Hauptsache ihre Sparwilligkeit, da sie ja sämtliche Lebensrisiken in umfassender Weise absichern und demzufolge die Notwendigkeit zur eigenständigen Rücklagenbildung ziemlich weit in den Hintergrund drängen. Wie stark sich dieser zunehmende Trend zum "Versorgungsstaat" in der Bundesrepublik bereits durchgesetzt hat, geht deutlich aus einer Repräsentativ-Befragung des sog. "Allensbach-Institutes" hervor, nach der sich die berufstätige Einwohnerschaft Westdeutschlands - soweit sie damals über 18 Jahre war - etwa folgendermaßen aufgliedern läßt:

Personenkreis:	A ^{a)}	B ^{b)}	C ^{c)}
1. Es sind Mitglieder der			
Invaliden-Vers.	88 %	6 %	17 %
Angestellten-Vers.	3 %	77 %	27 %
Knappschafts-Vers.	5 %	2 %	- %
zusammen also	96 %	85 %	44 %
2. Keine Mitglieder der			
Sozialversicherung sind	<u>4 %</u>	<u>15 %</u>	<u>56 %</u>
	100 %	100 %	100 %
a) A = Arbeiter und Land- arbeiter	b) B = Angestellte und Beamte	c) C = Selbständige, Landwirte und Freie Berufe	

Im Hinblick auf seinen Aussagewert für die Konkurrenzanalyse ist nun das erhaltene Strukturbild vor allem deshalb sehr interessant, weil es auf die unterschiedliche Reichweite der staatlichen Versorgungspolitik hinweist, die nicht alle Bevölkerungskreise gleichermaßen erfaßt, sondern vornehmlich die verschiedenen Gruppen der Arbeitnehmer, wohingegen sie den selbständig Tätigen einen relativ breiten Spielraum zur individuellen Ausgestaltung ihrer persönlichen Sparentscheide offenläßt. Damit wird also indirekt auch das Resultat der weiter oben durchgeführten Käuferschichten-Forschung bestätigt, die ja bekanntlich zu dem Ergebnis kam, daß es hauptsächlich

1) Über Ziel und Zeitpunkt dieser Untersuchung vgl. die Fußnote auf Seite 114.

der gewerbliche und freie Mittelstand sein dürfte, der sich - verstärkt durch einen erheblichen Teil der gehobenen Angestelltenschaft - zum wichtigsten Kundenstamm der neugegründeten Wertpapier-Trusts herauskristallisieren wird. Selbstverständlich können aber die betreffenden Schichten nur dann als Investment-Käufer auftreten, wenn ihnen die erforderliche Gelegenheit hierzu nicht nur theoretisch, sondern auch praktisch in ausreichendem Maße zur Verfügung steht. Zurückkommend auf die steuerliche bzw. auf die finanzierungstechnische Seite des "Zwangssparens" muß daher nochmals betont werden, daß es vor allen Dingen einer baldigen Änderung der bisherigen Kapitalmarktpolitik bedarf, um durch eine kräftige Förderung des "Privatsparens" einen echten Anreiz zum Erwerb von Investment-Zertifikaten zu schaffen.¹⁾

Eine generelle Erhöhung der frei verfügbaren Einkommensteile, die allein einen effektiven Vermögenszuwachs im Haushaltsbereich auslösen können, würde aber zweifelsohne nicht nur den Wertpapier-Fonds zugute kommen, sondern - abgesehen vom Konsum - auch den übrigen Sparsystemen, die ja mit dem Investment-Prinzip in vertikaler Konkurrenz stehen und deren Wettbewerbscharakter im folgenden kurz dargestellt werden soll.

Die Anteile der Sparformen an der privaten Vermögensbildung
in % des jeweiligen Gesamtaufkommens^{x)}

Sparform: / Jahr:	1926/28	1936	1954/55
Kontensparen ^{a)}	49,0 %	39,0 %	53,0 %
Bausparen	0,7 %	3,6 %	22,0 %
Versicherungssparen	6,4 %	22,0 %	14,0 %
Wertpapiersparen ^{b)}	<u>43,5 %</u>	<u>35,0 %</u>	<u>11,0 %</u>
	99,6 %	99,6 %	100,0 %

a) ohne Altsparer-Gutschriften

b) ohne zugeteilte Investitionshilfe-Papiere

x) nach W o r m e r: "Die Kapitalbildung seit der Währungsreform", Fundstelle wie oben.

1) Wie erinnerlich, hatten auch die befragten Trust-Leitungen "eine wirksame Begünstigung der privaten Kapitalbildungsmöglichkeit durch entsprechende Maßnahmen des Gesetzgebers" als wesentliche Voraussetzung eines durchschlagenden Absatzerfolges bezeichnet.

Vgl. hierzu die Ausführungen auf Seite 129 f.

Betrachtet man nun im Hinblick darauf die Vergleichszahlen der umseitigen Übersicht, so zeichnet sich deutlich der beachtliche Aufschwung zweier relativ junger Sparzweige ab, und zwar die erhebliche Zunahme des Versicherungssparens einerseits, sowie die noch schnellere Verbreitung des Bausparwesens andererseits, die beide - nicht zuletzt auch als Folge der staatlichen Wohlfahrts-Praxis - das schrittweise Vordringen des sog. "Zwecksparens" in sichtbarer Form zum Ausdruck bringen. Nachdem aber - wie schon mehrfach erwähnt wurde - das konkurrierende Investment-Sparen von Natur aus der freien Vorsorge dient, stellt die soeben aufgezeigte Entwicklungstendenz in der Regel keine direkte Verengung seines spezifischen Wirkungsbereiches dar, wenngleich natürlich zu bemerken ist, daß sich zumindest einige der auf dem Wege des Zwecksparens verfolgten Anlageziele höchstwahrscheinlich ebenso gut durch den Erwerb von Beteiligungs-Zertifikaten erreichen lassen, die obendrein noch die Chance einer zusätzlichen Werterhöhung mit der Möglichkeit eines raschen Liquidationsgeschäftes in günstiger Weise vereinen. Allerdings - und das ist hier gleichfalls zu betonen - erfordert die letztgenannte Methode nicht nur den einmaligen Entschluß zum Sparbeginn, sondern außerdem noch einen beständigen Willen zum Sparvollzug, wohingegen das Prämien-System des Bau- und Versicherungssparens in dieser Beziehung viel anspruchslöser ist, da es dem steigenden Hang zur "Verplanung des Einkommens" offensichtlich auf optimale Art entgegenkommt. Insofern weisen also die beiden Zwecksparformen - rein technisch gesehen - einen beträchtlichen Vorzug auf, und es wäre daher zu überlegen, ob sich letzterer nicht auch in den Dienst des Investment-Gedankens stellen ließe, was natürlich primär mit Hilfe einer geeigneten Absatzpolitik durchgeführt werden müßte.¹⁾

Was nun im besonderen die strukturelle Zusammensetzung der westdeutschen Bausparerer anbelangt, so ergibt sich aus der folgenden Tabelle eine überraschend starke Beteiligung der Arbeiterkreise, deren prozentualer Anteil an den getätigten Neuabschlüssen von 1950 bis 1956 erheblich gestiegen ist und die Quote fast aller anderen Gruppen - von der freiberuflichen abgesehen - dementsprechend zurückgedrängt hat. Das deutet aber zweifellos eine grundsätzlich vorhandene Sparwilligkeit an,

1) Einzelne Vorschläge hierzu erfolgen im nächsten Kapitel.

Der Anteil der Berufsgruppen an den Neuabschlüssen
der öffentlichen Bausparkassen^{x)}

Beruf: / Jahr:	1950	1956
Arbeiter	13,5 %	20,3 %
Angestellte	24,9 %	24,0 %
Beamte	11,3 %	8,6 %
Gewerbetreibende	30,5 %	27,4 %
Freie Berufe	6,8 %	7,8 %
Sonstige Sparer	<u>13,0 %</u>	<u>11,9 %</u>
	100,0 %	100,0 %

x) Nach Angaben in den betreffenden Jahresberichten des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes e.V., Bonn, Geschäftsstelle Öffentliche Bausparkassen.

die zwar heute noch sehr zweckgebunden ist, die aber immerhin zu der leisen Hoffnung berechtigt, daß die betreffenden Schichten nach der Befriedigung ihrer Konsum- und Eigenheimwünsche früher oder später auch den Wertpapierbesitz anstreben werden, wodurch sich also dem Investment-Sparen selbst in dieser Richtung gewisse Zukunfts-Chancen eröffnen.

Übergehend nunmehr zu den allgemeineren Formen der Geldanlage ist jetzt auch ein kurzer Blick auf das Kontensparen zu werfen, welches ja in Deutschland den wichtigsten Ansatzpunkt der privaten Vermögensbildung darstellt und insbesondere als das typische Anlagemedium des "kleinen Mannes" gilt. Die Beantwortung der Frage jedoch, inwieweit es in dieser Beziehung einen hemmenden Einfluß auf das Investment-Sparen ausübt, stößt allerdings insofern auf Schwierigkeiten, als nämlich einerseits eine genaue Durchleuchtung seiner heutigen Grundzüge bedauerlicherweise noch nicht vorliegt, während andererseits berechnigte Zweifel bestehen, ob es seine angestammte Rücklagen-Funktion nicht schon weitgehend eingebüßt hat und demzufolge nur noch ein verschleiertes Zwecksparen bildet.¹⁾ Soweit nun das letztere in der Tat zutrifft, d.h. also, soweit die abstrakten Sparmotive von früher durch eine Reihe konkreter "Ansparmotive" ersetzt worden sind, dürfte das Kontensparen - ähnlich wie

1) Vgl. z.B. H ö l z e r: "Wandlung der Sparmotive", in der Beilage zum "Volkswirt", Heft 47 vom 24. November 1956, sowie K ö s t e r: "Vordringliche Aufgabe der Statistik zur Analyse des Sparprozesses", in der "Sparkasse", Jg. 1957, H. 10, S. 149 f.

auch die vorgenannten Systeme - keine ernsthafte Störung des Investment-Geschäftes verursachen, weil nämlich seine relativ starke "Konsumnähe" einen Erwerb von Beteiligungs-Zertifikaten ohnehin nicht zulassen würde.

Aber auch dann, wenn die gesparten Beträge noch die Aufgabe einer echten Rücklage erfüllen, verkörpert das Kontensparen viel eher eine Voraussetzung des Investment-Erfolges als eine Behinderung desselben, und zwar aus folgendem Grund: Gewisse Wechselfälle des Lebens erfordern häufig ein zwar rasches, aber meist nur vorübergehendes Zurückgreifen auf die angesammelten Reserven, für welches die Anteilscheine von Wertpapier-Fonds vor allem deshalb nicht brauchbar sind, weil ein kurzfristiger An- und Verkauf dieser Objekte wegen des Spesenanfalls sehr kostspielig wäre und eine etwaige Lombardierung der Stücke gewöhnlich nur dann in Frage kommt, wenn es sich um Transaktionen von einer bestimmten Mindestgröße ab handelt. Infolgedessen läßt sich also die Beteiligung an einem Investment Trust in der Regel nur bei dem Vorhandensein eines gewissen "Sparpolsters" empfehlen, welches zum Abfangen der oben erwähnten Nachfragestöße dient und zweckentsprechend in der Form eines liquiden Spar- oder Depositenkontos aufgebaut werden müßte. Außerdem ist diese Hilfestellung des Kontensparens auch in technischer Hinsicht sehr vorteilhaft und praktisch kaum zu entbehren, weil sie die allmähliche Sammlung von kleinen und kleinsten Sparbeträgen ermöglicht, die andernfalls in den Konsum fließen bzw. unbeachtet versickern würden, was aber weder für das Sparen im allgemeinen noch für die Anlage-Fonds im besonderen von gesteigertem Interesse sein kann.¹⁾

Wie groß nun dieser private Liquiditäts-Stock in etwa sein muß, läßt sich natürlich schwer festlegen, da dies normaler-

1) Vgl. auch Z o r n: "Die Soziologie des Sparerers", in der "Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", Jg. 1954, H. 7, S. 4.

Im übrigen ist hier aber nachdrücklich zu betonen, daß die obige Stellungnahme nicht als volkswirtschaftliche Würdigung der einzelnen Sparformen gedacht ist und auch keineswegs die Absicht verfolgt, das alteingeführte Kontensparen zu einer bloßen Vorstufe des modernen Investment-Prinzips zu degradieren. Es sollte vielmehr lediglich auf die Notwendigkeit einer bestimmten Kassen-Reserve hingewiesen werden, für deren Bildung sich die Errichtung eines Sparbuches noch am besten zu eignen scheint.

weise von den Gegebenheiten des Einzelfalles abhängt und demzufolge - je nach Familienstand, Einkommensart und Bedarfsstruktur - sehr erheblich schwanken kann. Immerhin sieht man aber in den Vereinigten Staaten - wie mir ein westdeutscher Trust-Leiter im Verlauf eines Interviews mitteilte - einen Sparbetrag von circa drei Monatsbezügen als ungefähre Richtschnur dafür an, ob der betreffende Haushalt für das Investment-Sparen noch in Frage kommt oder nicht. Angesichts des perfekten Kündigungsschutzes in der Bundesrepublik, sowie der verschiedenen Sozialeinrichtungen und sonstigen Institutionen, dürfte jedoch die Grenze, von der ab man den Erwerb von Beteiligungszertifikaten definitiv in Erwägung ziehen kann, in Deutschland wesentlich niedriger liegen als in den USA und schätzungsweise die Höhe von etwa ein bis zwei Monatsgehältern besitzen.¹⁾

Kann man also das allgemeine Kontensparen gewissermaßen als eine Vorbedingung des Investment-Sparens betrachten, so bildet das Wertpapiersparen eine logische Folge desselben, was neuerdings auch durch die Erfahrungen der Vereinigten Staaten bestätigt wird, wo sich die Streuung des privaten Effektenbesitzes in den letzten Jahren erheblich verbreitert hat, nachdem die dortigen "trust companies" schon seit 1940 einen konstanten Aufschwung erleben.²⁾ Die Anteilseigner von Wertpapier-Fonds, die bei der Aufnahme ihres Sparaktes teils risikoärmer sind als die individuellen Effektenkäufer, teils aber eine geringere Sparkraft besitzen als diese, werden nämlich durch die längere Beziehung zu einer Investment-Gesellschaft dem Wertpapierwesen allmählich näher gebracht und verspüren daher im Laufe der Zeit das Bedürfnis, sich auch einmal

1) Eine ähnliche Erscheinung konnte bereits im Rahmen der Bedarfsanalyse festgestellt werden, als im Hinblick auf den Faktor "Sparkraft" die Erforderlichkeit eines gewissen "Sparkraft-Minimums" zur Sprache gebracht wurde.

Vgl. hierzu die Ausführungen auf Seite 125 f.

2) Nach F o r b e r g: "Volkswirtschaftliche Funktion der westdeutschen Effektenbörsen", in der Beilage zum "Volkswirt", Heft 39 vom 28. September 1957, stieg z.B. die Zahl der US-Einzelaktionäre zwischen 1952 und 1955 von 6,5 auf nicht weniger als 8,65 Millionen Menschen, so daß also im Jahre 1956 jeder neunzehnte Amerikaner in direkter Form am inländischen Aktienvermögen beteiligt war.

Zu dieser Entwicklung trug allerdings wesentlich ein massiver Werbefeldzug der New York Stock Exchange bei, auf welchen später noch im einzelnen zu verweisen ist.

selbständig an der Aktien- oder Obligationenanlage zu beteiligen. Demzufolge müssen also die Investment Trusts in der Regel damit rechnen, daß zumindest ein Teil ihres Kundenkreises auf Grund seiner wachsenden Börsenerfahrung einerseits, sowie einer zunehmenden Vermögensstärke andererseits früher oder später zum unmittelbaren Wertpapiersparen übergeht, welches ja rentabilitätsmäßig unter Umständen viel günstiger ist als der Besitz von spesenbelasteten Anteilscheinen.

Die Konkurrenz allerdings, die sich in Anbetracht dieser Sachlage irgendwann auch für die deutschen Fonds bemerkbar machen wird, dürfte heute noch in weiter Ferne liegen, da zunächst einmal die Voraussetzungen eines leistungsfähigen Kapitalmarktes geschaffen werden müssen, bevor das Wertpapiersparen seine verlorene Stellung Schritt für Schritt wieder erringen kann. Außerdem wird aber den Trust-Leitungen ein ergiebiges Tätigkeitsfeld schon allein deshalb erhalten bleiben, weil sich nach und nach immer neue Gruppen dem Beteiligungs-Sparen zuwenden werden, weil ferner aus naheliegenden Gründen nicht alle der ursprünglichen Zertifikat-Käufer genügend Zeit und Sachkenntnis für den selbständigen Effekterwerb aufbringen können und weil die Gesellschaften schließlich auch noch die Möglichkeit haben, durch eine variantenreiche Geschäftspolitik selbst den Wünschen von anspruchsvolleren Kunden in ausreichendem Maße Rechnung zu tragen.¹⁾

Betrachtet man nun abschließend den Wettbewerb der einzelnen Investment-Gesellschaften untereinander, so läßt sich primär die grundsätzliche Feststellung treffen, daß die Intensität dieser horizontalen Konkurrenz in der Hauptsache durch folgen-

1) Deshalb gingen z.B. in den USA auch nach der vorerwähnten Werbekampagne - einer Repräsentativerhebung der New York Stock Exchange zufolge - etwa 25 % der dortigen Aktienkäufe auf das Konto von Finanzgesellschaften, während circa 60 % durch Privatpersonen abgeschlossen wurden und der Rest auf Makler und Eigenhändler entfiel. (Nach P u h l: a.a.O., S. 48 f.)

Darüber hinaus kann die normale Entwicklungstendenz vom indirekten Beteiligungs-Sparen zur direkten Wertpapieranlage mitunter auch in umgekehrter Richtung verlaufen, und zwar vornehmlich dann, wenn das Investment-Sparen irgendwo neu eingeführt wird und kleinere Effektenbesitzer ihre bisherigen Werte veräußern, um sich die Vorteile der Kollektiv-Anlage praktisch zu Nutze zu machen.

de Merkmale bestimmt wird:

1. Durch die Eigenart der diversen Anlage-Fonds, sowie
2. Durch den Umfang der außerbetrieblichen Absatzradien bzw. die Zusammensetzung des jeweiligen Kundenstammes.

Der erstgenannte Faktor wirkt sich dabei insofern aus, als der Wettbewerb der verschiedenen Trust-Firmen desto sichtbarer wird, je gleichförmiger ihre einzelnen Fonds aufgebaut sind, während ein differenziertes Angebot an Beteiligungs-Zertifikaten deren Konkurrenz zwar nicht beseitigt, aber doch in gewisser Hinsicht entschärft, da die betreffenden Anteilsscheine jeweils den Anstrich eines besonderen, charakteristisch ausgestatteten Gutes erhalten, das sich von den übrigen Zertifikaten in deutlicher Weise abhebt. Durch eine geschickte Zusammenstellung unterschiedlicher Effekten- und Immobilien-Fonds bzw. durch die Bildung von diversen Aktien-, Obligationen- und gemischten Wertpapierbeständen läßt sich daher eine gewisse Auflockerung erzielen, welche das natürliche Spannungsfeld zwischen den einzelnen Trusts mehr oder weniger stark verschleiert, weil sie es nämlich aus seinem horizontalen in einen fast vertikal anmutenden Wirkungsbereich abdrängt.¹⁾

Demgegenüber kann der zweite Faktor die Wettbewerbslage der verschiedenen Investment Trusts nicht nur optisch, sondern auch realiter in erheblichem Maße beeinflussen, da ja z.B. eine gegenseitige Behinderung überhaupt nicht entstehen kann, sofern sich die Absatzradien der betreffenden Gesellschaften weder überschneiden noch anderweitig begrenzen oder berühren. Aber auch im Falle einer räumlichen Gleichheit des gemeinsamen Absatzgebietes braucht sich ein Wettbewerb nicht unbedingt zu entwickeln, und zwar vor allem dann nicht, wenn die jeweilige Abnehmerschaft der einzelnen Trusts aus bestimmten Gründen eine spezifische Zusammensetzung aufweist, welche von derjenigen der Konkurrenz-Betriebe in wesentlichen Zügen abweicht. Das aber trifft weitgehend bei den fünf Anlage-Trusts der Bundesrepublik zu, die sich - wie schon einleitend festgestellt wurde - auf fünf verschiedene Bankengruppen stützen und in-

1) Bestimmte Verkaufsdispositionen, welche diesem Tatbestand zum Teil entgegenstehen, werden im folgenden Kapitel noch eingehend zu besprechen sein.

folgedessen über fünf artbedingte, relativ abgeschlossene und kaum zu durchbrechende Kundenkreise verfügen.¹⁾

II. Die Problematik der Absatzpolitik

Wie schon an früherer Stelle erwähnt wurde, bildete der Wunsch nach einer rationellen Absatzförderung den praktischen Ausgangspunkt der betriebswirtschaftlichen Marktforschung, deren erkenntnismäßige Resultate in folgerichtige Maßnahmen der Unternehmungsführung transponiert werden müssen, um eine restlose Ausschöpfung der gebotenen Absatz-Chancen tatsächlich zu erreichen.²⁾ Nun steht aber, was ebenfalls schon betont wurde, der Grundtenor der betriebstechnischen Verhaltensweise nicht nur zum Teil, sondern in der Regel zur Gänze im Dienste der angestrebten Existenzsicherung, weshalb sich auch das weitgespannte Repertoire der umweltbezogenen Absatzpolitik sowohl aus direkten als auch aus indirekten Dispositionsentscheiden zusammensetzt und demzufolge außer einem unmittelbaren auch noch ein mittelbares Einflußgebiet aufweist.

A) Der indirekte Wirkungsbereich der Absatzpolitik

Wenn nun im folgenden die absatzorientierten Sekundärmaßnahmen einer Investment-Gesellschaft mit voller Absicht an erster Stelle behandelt werden, so vor allem deshalb, weil sie naturgemäß viel früher zu wirken beginnen als die eigentlichen Primärentscheide, die zwar nach außen hin die unmittelbare Absatzpolitik einer Trust-Leitung repräsentieren, die aber eine wesentliche Stütze erhalten in einer Reihe zeitlich und sachlich vorgelagerter Ergänzungshandlungen. Nachdem auf einige dieser Zusatzaktionen bereits mehrfach hingewiesen wurde, sollen sie

- 1) Dies geht auch aus dem ersten Geschäftsbericht des "Deutschen Investment Trust", Frankfurt hervor, der das rasche Wachstum des "Concentra"-Fonds in erster Linie der Placierungskraft seiner Gründerbanken zuschreibt, sowie aus dem Rechenschaftsbericht per 30. 9. 1957 der "Deutschen Gesellschaft für Wertpapiersparen", ebenfalls Frankfurt, in welchem der bis dato erzielte Absatzerfolg ihrer "Investa"-Zertifikate zum Großteil als das Ergebnis eines aufgestauten Bedarfes der befreundeten Käuferschichten angesehen wird, die ihre Anlagedispositionen bis zur Geschäftsaufnahme ihrer Haus-Gesellschaft bewußt zurückgestellt hatten.
- 2) Vgl. hierzu die entsprechenden Ausführungen auf Seite 33 f., sowie S c h ä f e r: a.a.O., S. 26 ff.

anschließend in gerundeter Form zur Darstellung kommen, wobei sich jedoch zwischen die einschlägigen Maßnahmen der Anlage- und Liquiditätspolitik noch bestimmte Dispositionen der Ertragsverteilung einschieben, welche ebenfalls in absatzhebender Weise ausgestaltet werden kann.

1. Absatzfördernde Maßnahmen im Rahmen der Anlagepolitik

Die geeignetste Methode anlagetechnischer Art, mit deren Hilfe sich eine Verbreiterung des Absatzmarktes zweifelsohne am besten erreichen läßt, wurde schon öfters genannt und besteht in der Hauptsache darin, durch eine Auflegung zahlreicher, verschiedenartig zusammengesetzter Investment-Bestände möglichst viele der individuellen Käufer-Wünsche anzusprechen, um den einzelnen Sparern den Erwerb von Beteiligungs-Zertifikaten auf diesem Wege attraktiver zu machen. Eine praktische Illustration dieses Verfahrens bilden z.B. - neben den in der Einleitung angeführten Fonds-Typen der schweizerischen Gesellschaften "SIP" und "INTRAG" - die zehn Vermögensmassen des amerikanischen Trust "Keystone Custodian Funds Inc.", der seinen Kunden das folgende Angebot bringt:¹⁾

Fonds

Zusammensetzung:

- B(1) Erstklassige Anleihen mit guter Verzinsung und allerbesten Sicherheit (Good-grade Bonds)
- B(2) Mitteltgute Anleihen mit höherer Verzinsung und normaler Sicherheit (Medium-grade Bonds)
- B(3) Billige Anleihen mit höchster Verzinsung und geringerer Sicherheit (Low-priced Bonds)
- B(4) Spekulative Anleihen mit hoher Verzinsung und zusätzlichen Kurs-Chancen (High return Bonds)
- K(1) Erstklassige Vorzugsaktien mit guter Verzinsung und stabilem Kurswert (Good-grade preferred Stocks)
- K(2) Spekulative Vorzugsaktien mit niedriger Verzinsung und höheren Gewinn-Chancen (Speculative preferred Stocks)
- S(1) Erstklassige Stammaktien, die zu den besten Spitzenwerten rechnen (High-grade common Stocks)
- S(2) Gute Stammaktien, die normale Ertragsaussichten besitzen (Good-grade common Stocks)

¹⁾ Nach P u h l : a.a.O., S. 70 f. bzw. R i n s o z : a.a.O., S. 21.

- S(3) Verschiedene Stammaktien, die besondere Kurs-Chancen bieten (Leading speculative common Stocks)
- S(4) Billige Stammaktien, die als ausgesprochene Spekulationspapiere gelten (Low-priced common Stocks).

Ein derartiges Auswahl-Programm läßt sich indessen nur dort realisieren, wo das Investment-Sparen schon weitgehend eingeführt ist und die einzelnen Anlage-Fonds durchwegs so umfangreich sind, daß der prozentuale Verwaltungsaufwand in tragbaren Grenzen bleibt. Sofern aber die Beteiligungsidee noch einer gründlichen Propagierung bedarf, empfiehlt sich die Bildung eines repräsentablen Effekten-Buketts, dessen qualitativer Aufbau nicht nur den Ansprüchen eines erfahrenen Börsenkenners gerecht wird, sondern vornehmlich auch solche Kreise befriedigt, die dem Wertpapierwesen bisher gleich-

Umlaufende Anteilscheine der
Allgemeinen Deutschen Investment-G.m.b.H., München

Stichtag: / Fonds:	FONDRA	FONDAK	FONDIS
30. VI. 1951	10.500	12.000	--
30. VI. 1952	10.500	23.100	--
30. VI. 1953	10.500	24.250	--
30. VI. 1954	11.400	29.100	--
30. VI. 1955	12.700	35.900	95.200
30. VI. 1956	14.100	36.700	155.300
30. VI. 1957	20.649	161.839 ^{x)}	233.388

x) Die seinerzeit kursierenden "FONDAK"-Zertifikate wurden anfangs 1957 im Verhältnis 1 : 3 aufgespalten.

gültig, mißtrauisch oder gar ablehnend gegenüberstanden. Zur Erfüllung dieser Werbefunktion eignen sich bestens die gängigen Effekten-Arten von altbekannten, angesehenen und finanzkräftigen Wirtschaftsunternehmen - in Amerika als sog. "blue chips" charakterisiert -, deren klangvoller Name meist auch die Zugkraft bzw. den "selling appeal" der betreffenden Anteilscheine erhöht, wodurch der erzielbare Gesamterfolg einer relativ jungen Investment-Gesellschaft in maßgebender Weise beeinflußt werden kann. Das ergibt sich z.B. demonstrativ aus der Absatzentwicklung der drei ersten deutschen Nachkriegs-

Aggregate, von denen "FONDRA" und "FONDAK" zwei Effekten-Bestände mit weit über hundert Einzelposten verkörpern, während der wesentlich jüngere, aber viel stärker gewachsene "FONDIS"-Komplex nur zwanzig verschiedene Spitzen-Aktien enthält, die anerkanntermaßen zu den bevorzugten Börsenfavoriten des westdeutschen Kapitalmarktes zählen.¹⁾

Angesichts dieser Erfahrungen beschränkten sich die übrigen Trusts von Anfang an auf die Gründung gefälliger "all round"-Pools, die im Durchschnitt aus 30 bis 50 Standard-Werten bestehen und demzufolge in struktureller Hinsicht sehr ähnlich aufgebaut sind. So konnte man etwa im Sommer 1957 die bekannten Aktien-Papiere der Firmen

AEG, Bayer, Conti-Gummi,
Deutsche Erdöl, Farbwerke Hoechst,
Gelsenkirchener Bergwerks-AG,
Linde's Eis, Rhestahl, RWE,
Salzdetfurth, Siemens & Halske
und Wintershall

in sämtlichen Fonds zugleich entdecken, während die Werte

BASF, Degussa, Demag,
Hoesch-Werke, MAN und
Mannesmann

in nicht weniger als sechs, die Werte

Deutsche Linoleum Werke,
Dortmund-Hörder Hüttenunion,
Gutehoffnungshütte, HEW,
Ilse der Hütte, Klöckner-Werke,
Phoenix-Rheinrohr,
Portland-Zement Heidelberg
und Schultheiß-Brauerei

in weiteren fünf, sowie schließlich noch die Werte

August Thyssen-Hütte, Brown-Boveri,
Deutsche Bank, Dresdner Bank,
Dyckerhoff-Zement, Kali-Chemie,
Hüttenwerk Oberhausen,
Klöckner-Humboldt-Deutz,
Löwenbräu, Rudolf Karstadt,
Süddeutsche Zucker und
Vereinigte Glanzstoff Werke

1) Vgl. hierzu die vorseitige Übersicht, die aus den Zahlenangaben der einzelnen Jahresberichte zusammengestellt wurde.

in vier der sieben Bestands-Listen zu finden waren.¹⁾

2. Absatzhebende Maßnahmen im Rahmen der Ausschüttungspolitik

Ebenso wie ein taktisches Variieren von mehreren Anlage-Fonds kann auch ein unterschiedliches Behandeln der hereinfließenden Erträge zur Belebung der Umsätze ausgenutzt werden, sofern dies in der gelungenen Absicht erfolgt, die mutmaßlichen Ziele der einzelnen Sparer optimal zu berücksichtigen. Entsprechend den häufigsten Gründen für den Erwerb von Beteiligungszertifikaten, nämlich dem Vorsorge-Motiv einerseits und

Die Verteilung des Reingewinns bei den acht Wertpapier-Fonds der deutschen Investment-Gesellschaften^{x)}

Fonds: / Zweck:	Ausschüttung	Übertrag auf Anlage-Konto	Vortrag auf Neue Rechnung
Concentra	100,0 % ^{y)}	-, - %	-, - %
Dekafonds	97,8 %	-, - %	2,2 %
Fondak	91,1 %	2,2 %	6,7 %
Fondis	90,1 %	0,9 %	9,0 %
Fondra	93,0 %	2,2 %	4,8 %
Investa	99,7 %	-, - %	0,3 %
Unifonds	98,1 %	-, - %	1,9 %
Uscafonds	96,6 %	-, - %	3,4 %

x) Berechnet auf Grund der Angaben in den einzelnen Verwaltungsberichten für die Geschäftsjahre 1956/57 bzw. 1957.

y) In der Ertragsrechnung des "Concentra"-Fonds werden die zur Einbehaltung gelangenden Erlösteile bedauerlicherweise nicht mehr getrennt ausgewiesen, sondern schon vorher vom verteilbaren Reingewinn in Abzug gebracht.

dem Rendite-Wunsch andererseits, läßt sich daher durch ein teilweises Einbehalten des jährlichen Reingewinns und die erneute Verwendung dieser Beträge zum Zwecke der Wiederanlage (sog. "cumulative type") eine ständige Stärkung der investierten Kapitalkraft betreiben oder aber durch die restlose Ausschüttung des verteilbaren Netto-Ertrags (sog. "distributive

1) Insgesamt wurden in der Bundesrepublik zwar acht Investment-Fonds eröffnet, wovon jedoch einer auf Auslands-Objekte spezialisiert ist und in diesem Zusammenhang außer Betracht bleiben muß.

type") dem Streben der Anteilseigner nach laufenden Bareinnahmen so weit wie möglich entgegenkommen. Außerdem gibt es noch einen, besonders in der Schweiz praktizierten Mittelweg, dessen Beschreitung die periodischen Leistungen an die Investment-Sparer mit Hilfe eines regulierenden Ausgleichs-Kontos über längere Zeiten hinweg verhältnismäßig konstant halten soll, um durch die wechselnde Manipulation der Gewinnverteilung eine stetige Rentabilität der betreffenden Anteilscheine nach besten Kräften sicherzustellen.¹⁾

Betrachtet man nun an Hand der beigegeführten Tabelle die Gewinnverwendung bei den westdeutschen Anlage-Fonds, so ergibt sich ohne Zweifel die Tatsache, daß von einer abweichenden Erlösdisposition vorerst noch keine Rede sein kann, da der gesamte Netto-Ertrag, d.h. also die Einnahmen aus Zinsen und Dividenden, die realisierten Kursgewinne und auch die Verkaufserlöse aus den ungenutzten Bezugsrechten, nach Abzug einer bescheidenen Überhang-Spitze bei sämtlichen Trusts voll zur Verteilung gelangt, wohingegen auf die Bildung eines Reserve-Etats durchwegs verzichtet wird. Diese gleichförmige Verteilungs-Politik, die offensichtlich über den hohen Rentabilitäts-Grad der einzelnen Beteiligungs-Zertifikate einen optischen Anreiz auf die präsumtiven Investment-Sparer ausüben soll, ist aber m.E. nur der entsprechende Gegenpol zu der gleichfalls konformen Anlage-Praxis und dürfte daher nach dem Abschluß der notwendigen Introduktions-Periode höchstwahrscheinlich eine allmähliche Wandlung erfahren, ebenso, wie es im Laufe der Zeit zu einer stärkeren Differenzierung der einzelnen Fonds kommen wird, sobald die gegenwärtig betriebene "blue-chips"-Politik ihren Einführungs-Zweck zur Genüge erfüllt hat.²⁾

3. Absatzfördernde Maßnahmen im Rahmen der Liquiditätspolitik

Die absatzorientierten Dispositionen der Liquiditätspolitik ei-

- 1) Wegen der grundsätzlichen Ausschüttungs-Arten bzw. wegen der Technik der Ertragsberechnung ("cash-" oder "accrual-basis") vgl. R i n s o z: a.a.O., S. 23 f., sowie zum erstgenannten Punkt auch B a r o c k a: a.a.O., S. 145 ff.
- 2) Meine diesbezüglichen Fragen an die Verwaltungsorgane der westdeutschen Wertpapier-Pools wurden jedoch nur ausweichend bzw. überhaupt nicht beantwortet, und lediglich ein einziger der argeschriebenen Trusts gab freimütig zu, daß der Umfang seines Anlage-Fonds heute noch zu gering ist, um die Eröffnung des nächsten schon in Erwägung zu ziehen.

ner Investment-Gesellschaft hängen naturgemäß in erster Linie von der Art der beabsichtigten Gewinnverwendung ab, da jedes Ausschütten von Teilen des Fonds-Vermögens selbstverständlich auch ein rechtzeitiges Bereitstellen von entsprechenden Barmitteln erheischt, um ersteres reibungslos bewältigen zu können. Aus diesem Grund ist es daher nicht weiter erstaunlich, daß die bundesrepublikanischen Investment-Gesellschaften, die - auf den jeweiligen Emissionspreis ihrer einzelnen Zertifikate bezogen - zur Zeit fast gleichhohe Erträge verteilen, in etwa auch gleichstarke Reserven besitzen, was in der nachfolgenden Übersicht ganz einwandfrei zum Ausdruck kommt.¹⁾

Vergleichende Gegenüberstellung von Ausschüttungs- und Liquiditäts-Politik bei fünf deutschen Investment-Fonds^{x)}

Fonds: / Faktum:	Ausgabepreis in DM je Anteilschein	Ausschüttung in DM je Anteilschein	Ertragskonto in % des F'-Vermögens
Concentra	103,--	5,75	5,82
Dekafonds	114,20	6,50	5,87
Fondak	96,75	6,50	6,86
Fondis	112,--	6,--	5,32
Fondra	192,--	12,50	6,79

x) Zusammengestellt an Hand der Verwaltungsberichte für die Geschäftsjahre 1956/57 bzw. 1957.

Handelt es sich nun um einen Trust, der seine Anlagen-Käufe zwar vorwiegend in Fremdstaaten tätigt, seine Zertifikate jedoch zur Hauptsache im Inland vertreibt, so muß er natürlich die unterhaltenen Bankguthaben entsprechend dosieren, um sowohl die Beschaffungs-Aktionen als auch die Gewinnverteilung ohne Schwierigkeiten zum Abschluß zu bringen. Das gleiche gilt aber ebenso für die Einlösung rücklaufender Zertifikate, weshalb beispielsweise der westdeutsche "Uscafonds", bei welchem der obige Sachverhalt weitgehendst zutrifft, seine flüssigen Werte etwas mehr als zur Hälfte in Dollar-Valuta und zum übrigen Teil in der heimischen Währung bereithält.

1) Leider mußte sich die angestellte Untersuchung auf nur fünf der insgesamt acht Effekten-Vermögen beschränken, da die Höhe des jeweiligen Ertragskontos nicht in allen Berichten gesondert erwähnt wird.

B) Der direkte Wirkungsbereich der Absatzpolitik

Anknüpfend an die umweltbezogenen Sekundär-Maßnahmen einer kundenbeflissenen Investment-Gesellschaft sollen nun im folgenden ihre unmittelbaren Primär-Entscheide zur Sprache kommen, mit deren Hilfe sich eine positive Beeinflussung des Absatzerfolges auf direktem Wege erreichen läßt, sofern sie - den Bedürfnissen der "Verbraucher" entsprechend - eine marktkonforme Gestaltung finden. Die einzelnen Dispositionen wurden dabei - unter bewußter Eliminierung der spezifischen Werbeprobleme - in fünf verschiedene Kategorien unterteilt, wozu aber eigens bemerkt werden muß, daß eine wechselseitige Überschneidung dieser Bereiche - ähnlich wie bei der Marktanalyse - aus sachlichen Gründen nicht immer zu umgehen war.

1. Die Konditionenpolitik einer Investment-Gesellschaft

Die erste Gruppe jener umsatzorientierten Direktmaßnahmen befaßt sich mit den Bedingungen, zu denen die angebotenen Zertifikate vertragsgemäß abgegeben bzw. auf Wunsch wieder eingelöst werden, und verkörpert demnach ein gewisses Bindeglied zu der vorerwähnten Liquiditätspolitik, die sich ja teilweise nach den geltenden Rücknahme-Klauseln ausrichten muß. Während nämlich das sog. "right of redemption", d.h. also das grundsätzliche Entäußerungsrecht der Anteilseigner, in § 10, Abs. 2 des ergangenen Investment-Gesetzes zwingend verankert wurde, blieb die Bestimmung seiner praktischen Durchführungsform dem Ermessen der einzelnen Trusts überlassen, wovon auch die letzteren in den einschlägigen Verwaltungs-Regeln ausgiebigen Gebrauch machten. Die betreffenden Konditionen erweisen sich allerdings zum Großteil als völlig identisch und erinnern stark an die "Allgemeinen Geschäftsbedingungen" der Banken, deren diesbezügliche Konformität seit langem bekannt ist.

Im Hinblick auf den Einlöse-Modus findet sich z.B. in sämtlichen Satzungen der einschränkende Zusatz, daß die ausgegebenen Zertifikate zwar jederzeit übernommen werden, die emittierende Gesellschaft aber trotzdem ermächtigt bleibt, die Verrechnung des Rücknahme-Preises in Sonderfällen erst dann vorzunehmen, wenn sie entsprechende Werte des Effekten-Bestandes interessewahrend veräußert hat. Eine ganz ähnliche Floskel enthalten auch stereotyp die Verwaltungsordnungen der schweizerischen

Das Konditionen-System der westdeutschen Investment-Fonds

<u>Fonds: / Faktum:</u>	<u>Ausgabepreis</u>	<u>Rücknahmepreis</u>	<u>Verwaltungsgebühren</u>
CONCENTRA	Inventarwert + Ankaufsspesen + 3 % Zuschlag	Inventarwert - Verkaufsspesen - 1/2 % Abschlag	5 % der Brutto-Erträge ex Kursgewinne
DEKAFONDS	wie oben	wie oben	5 % der sogeschütteten Brutto-Erträge ex Kursgewinne
FONDAK	wie oben	wie oben	wie oben
FONDIS	wie oben	wie oben	wie oben
FONDRA	wie oben	wie oben	wie oben
INVESTA	wie oben	wie oben	5 % der Brutto-Erträge ex Kursgewinne und Bezugsrechtserlöse
UNIFONDS	Inventarwert + 5 % Zuschlag	Inventarwert	3 0/00 p.a. des Fonds-Vermögens
USCAFONDS	wie oben	wie oben	4 0/00 p.a. des Fonds-Vermögens

Fonds, wohingegen die amerikanischen Trusts dieser Prägung de jure verpflichtet sind, ihre rücklaufenden Zertifikate binnen einer Woche zur Einlösung zu bringen, was sie de facto innerhalb weniger Tage zu erledigen pflegen.^{1), 2)}

Gleichzeitig mit der Rückzahlungs-Art wird außerdem auch der Rückzahlungs-Preis in den meisten Verträgen einheitlich festgelegt, wie die vorseitige Zusammenstellung im Überblick zeigt. Lediglich zwei der gegenwärtigen Anlage-Fonds, die beide von der "Union-Investment-GmbH", Frankfurt geleitet werden, nehmen ihre Zertifikate unter Verzicht auf den üblichen Abschlag zum vollen Inventarwert zurück, behalten sich aber für Ausnahmefälle das Recht vor, die anfallenden Kosten der notwendigen Realisierungs-Geschäfte vom Übernahmepreis abzuziehen, wie es die anderen Trusts schon im Normalfalle tun.³⁾

Vergleicht man dagegen an Hand zweier Proben die unterschiedlichen Ausgabe-Konditionen, so läßt sich auf einfachem Wege der Nachweis führen, daß die Berechnungs-Methode der "Union"-Gesellschaft, die auch in dieser Beziehung von der sonstigen Praxis geringfügig abweicht, für die Investment-Sparer etwas ungünstiger ist als das Verfahren der übrigen Trusts.

Beispiel 1:

Gesamt-Vermögen des "Concentra"	
am 31. Dezember 1957:	128.966.024,12 DM
Umlaufende Zertifikate	
am gleichen Stichtag:	1.304.000 Stück
Inventarwert pro Anteilschein:	98,90 DM
Tatsächlicher Ausgabepreis nach	
der angewandten Methode =	
Inventarwert zuzüglich Ankauf-	
spesen plus 3 % Aufschlag:	103,-- DM
Rechnerischer Ausgabepreis nach	
der Methode des "Union"-Trust =	
Inventarwert plus 5 % Aufschlag:	103,85 DM

-
- 1) Nach P u h l: a.a.O., S. 69.
 - 2) In diesem Zusammenhang sei nochmals an die wertvolle Liquiditätshilfe der jeweiligen Patronatsbank erinnert, welcher sich die Investment-Gesellschaften in der Regel bedienen werden, um beim Auftreten einer unerwarteten Einlösungswelle eine Vertrauens-Krise des Publikums nach Möglichkeit zu vermeiden.
 - 3) Der sog. "Inventarwert" errechnet sich bei sämtlichen Fonds aus der Teilung des Netto-Vermögens durch die Anzahl der umlaufenden Anteilscheine.

Beispiel 2:

Gesamt-Vermögen des "Dekafonds"	
am 31. Dezember 1957:	17.916.325,53 DM
Umlaufende Zertifikate	
am gleichen Stichtag:	162.747 Stück
Inventarwert pro Anteilschein	110,10 DM
Tatsächlicher Ausgabepreis nach der angewandten Methode = Inventarwert zuzüglich Ankaufs- spesen plus 3 % Aufschlag:	114,20 DM
Rechnerischer Ausgabepreis nach der Methode des "Union"-Trust = Inventarwert plus 5 % Aufschlag:	115,60 DM

Den obigen Resultaten zufolge erbringt also ein Pauschalsatz von 5 % Zuschlag ("spread" oder "load") der berechnenden Gesellschaft offensichtlich eine höhere Marge als die Preis-Kalkulation nach dem gebräuchlichen Schema, welches in den angeführten Exempeln einem Aufschlag von 4,15 bzw. 3,72 % des jeweiligen Inventarwertes entspricht. Im übrigen wäre aber zu den Emissions-Bedingungen der deutschen Kapitalanlagegesellschaften noch festzustellen, daß sie - nach dem Vorbild der schweizerischen Trusts - eine Staffelung der Spesensätze durchwegs nicht kennen, wohingegen die amerikanischen Fonds ihre Verkaufs-Kommission je nach der Abnahmemenge erheblich differenzieren, um auf diese Weise den Erwerb von Zertifikaten auch für Groß-Anleger diskutabel zu machen.¹⁾

Ein wichtiger Bestandteil der Konditionenpolitik ist weiterhin auch die Festsetzung der quotalen Entschädigung, welche die Trust-Leitungen für die Verwaltung der Anlage-Fonds gewöhnlich erheben ("management compensation"). Als Bemessungsgrundlage ihrer vertraglichen Höhe dient dabei entweder das durchschnittliche Volumen des betreffenden Fonds-Vermögens, errechnet auf Grund der einzelnen Monatsendwerte, oder aber die effektive Größe des angefallenen bzw. ausgeschütteten Brutto-Ertrags. Bei der Ermittlung des letzteren bleiben jedoch - nach internationalem Brauch - die realisierten Kursgewinne in der Regel außer Ansatz, um dadurch zu vermeiden, daß die Gesellschaften mit Hilfe von professionellen "turn-over"-Geschäften die anvertrauten Spargelder zwecks Hebung ihrer Vergütung in eigennütziger Weise mißbrauchen.

1) Lt. P u h l : a.a.O., S. 69.

Ein theoretischer Vergleich dieser beiden Berechnungs-Methoden, die mit kleineren Variationen auch in Deutschland zur Anwendung kommen, führt nun - wie nachfolgend gezeigt wird - zu dem grundsätzlichen Ergebnis, daß ein Spesensatz von 5 % des Brutto-Ertrags einem Verwaltungs-Abzug von 3 % des betreffenden Fonds-Vermögens entspricht, sofern sich letzteres - unter Ausschluß der Veräußerungsgewinne - im Durchschnitt mit 6 % jährlich zu verzinsen pflegt.

Beweis:

Fonds-Vermögen:	100.000.000,-- DM	100.000.000,-- DM
Rendite = 6 % p.a.:	6.000.000,-- DM	
Verwaltungs-Gebühr =		
a) 5 % der Rendite:	300.000,-- DM	
b) 3 % des Volumens:		300.000,-- DM

Je nachdem also, ob die Anlagen-Rentabilität größer bzw. kleiner ist als das obige Limit, kann sich im Einzelfall das eine oder das andere Verfahren als vorteilhaft erweisen und dementsprechend ein leichteres Schwanken der satzungsmäßigen Verwaltungs-Rate bewirken, welches aber stets in vertretbaren Grenzen bleiben dürfte. Was nämlich die praktische Auswirkung der erhobenen Taxe betrifft, so zeigt die beigegefügte Tabelle, daß

Der Anteil der Verwaltungs-Spesen
am Brutto-Ertrag der deutschen Investment-Fonds^{x)}

Fonds: / Faktum:	Brutto-Ertrag in DM je Anteil	Verwaltungs-Spesen ^{y)}	
		in DM je Anteil	in % des Brutto-Ertrags
Concentra	5,90	0,15	2,54
Dekafonds	6,86	0,21	3,06
Fondak	7,42	0,28	3,77
Fondis	7,03	0,38	5,41
Fondra	14,03	0,58	4,13
Investa	5,68	0,16	2,82
Unifonds	4,80	0,11	2,29
Uscafonds	2,95	0,20	6,78

x) Zusammengestellt und berechnet auf Grund der Zahlenangaben in den Verwaltungsberichten für die Geschäftsjahre 1956/57 bzw. 1957.

y) Enthalten außer der vertraglichen Entschädigung z.T. auch Prüfungskosten und Depotgebühren.

sie für die Investment-Sparer ohne Zweifel eine erträgliche Belastung verkörpert, die sich bei sämtlichen Fonds in einer Größenordnung von weit unter 10 % des jeweiligen Brutto-Ertrages bewegt. Im großen und ganzen läßt sich daher das Konditionen-System der westdeutschen Anlage-Trusts als durchaus kulant bezeichnen, was seinen Nutz-Effekt auf die Dauer gesehen bestimmt nicht verfehlen wird.

2. Die "Erzeugnis"-Politik einer Investment-Gesellschaft

Im Anschluß an die Bedingungen, nach Maßgabe welcher eine Investment-Gesellschaft den Absatz ihrer "Produkte" zu tätigen pflegt, muß nun im folgenden auf die "Erzeugnisse" selbst eingegangen werden bzw. auf die Modalitäten ihrer zweckdienlichen Formung, die ja bekanntlich eine wesentliche Prämisse des angestrebten Markterfolges bildet.¹⁾ Demnach wären jetzt also die einschlägigen Gestaltungs-Fragen der Zertifikate zu erläutern, sowie außerdem gewisse Struktur-Probleme der Bestands-Massen, auf denen die ersteren rechtlich und sachlich basieren.

Beim zweitgenannten Punkt, der nochmals auf die Beschaffenheit der Kollektiv-Vermögen zurückführt, steht aber nicht mehr die materielle Zusammensetzung der Fonds zur Debatte, sondern hingegen ihre praktische Ausrichtung auf die Erfordernisse der vertriebstechnischen Notwendigkeiten. Deren wichtigste ist unbestreitbar die elastische Anpassung der Gemeinschafts-Kapitalien an die wechselnde Bedarfs- bzw. Nachfragehöhe und läßt sich am besten durch die Errichtung von sog. "open-end funds" erreichen, bei denen der jeweilige Anlagen-Pool vom eigentlichen Betriebsvermögen der Verwaltungs-Gesellschaft völlig getrennt bleibt und durch ein laufendes Ausgeben und Einlösen von Teilhaber-Scheinen beliebig erweitert oder verkleinert werden kann. Diese brauchbare und klare Organisations-Form, die sich im Ausland auf Grund ihrer Vorzüge weitgehend durchgesetzt hat, wurde in Deutschland auf hoheitlichem Wege als einziges Aufbau-Prinzip für Investment-Trusts zugelassen, um durch zwangsweise Regelung einheitliche Verhältnisse zu schaffen und die Belange des Publikums vor zwielichtigen Gründungen wirksam zu schützen.²⁾

1) Vgl. auch S c h ä f e r: a.a.O., S. 18.

2) Vgl. hierzu die §§ 1, Abs. 1, 6 und 21, Abs 1 des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften vom 16. April 1957.

Nun kann es sich aber mitunter als nützlich erweisen, den Umfang eines Investment-Fonds aus beschaffungstechnischen Gründen nicht weiter auszudehnen, sondern die Neu-Emission zusätzlicher Anteilscheine vorübergehend oder für immer zu stoppen.¹⁾ Von einer derartigen Sonder-Aktion, deren Durchführung sich die meisten Gesellschaften ausdrücklich vorbehalten, wird aber ihre vertragliche bzw. gesetzliche Einlösungs-Pflicht für die umlaufenden Zertifikate in keiner Weise berührt, so daß also auch ein dermaßen "geschlossener" Fonds im Hinblick auf das Rückgaberecht der Anteilseigner durchaus noch "offen" bleibt.

Demgegenüber gibt es jedoch vor allem in den angelsächsischen Ländern die Einrichtung der sog. "closed-end trusts", die im Gegensatz zu den vorerwähnten "mutual funds" mit einem festen Kapitalstock operieren und die ausgegebenen "trust notes" oder "shares" normalerweise nicht wieder zurücknehmen. Der Tageswert der letzteren wird daher nicht auf rechnerischem Wege ermittelt, sondern richtet sich - wie der Börsenkurs der übrigen "securities" - nach Angebot und Nachfrage bzw. als "over-the-counter"-Preis nach der Tendenz am freien Effekten-Markt.²⁾

Im Vergleich zu den beweglichen Fonds spielen jedoch die starren Gesellschaften infolge ihrer Nachteile nur eine relativ bescheidene Rolle und bleiben auch entwicklungsmäßig hinter dem vorgenannten Typ immer weiter zurück.³⁾

Was nun die Ausstattung der Zertifikate betrifft, so muß na-

1) Ein kurzer Hinweis auf diese Möglichkeit erfolgte bereits im Rahmen der historischen Übersicht.

2) Lt. H o f m a n n s t h a l: "Aktienkonzentration in festen Händen", im "Volkswirt", Jg. 1955, H. 20, S. 17 notieren z.B. die Teilhaber-Scheine der amerikanischen Trusts dieser Art, die von der Baisse der seinerzeitigen Niedergangsjahre besonders hart betroffen wurden, auch heute noch 10 - 40 % unter dem jeweiligen Schmelzwert, was zwar rein sachlich kaum ideal ist, aber den Käufern dieser Papiere zweifelsohne einen gewissen Substanzschutz verleiht.

Siehe hierzu auch die Darlegung auf Seite 48 f., wo die Notwendigkeit einer gerechten Bewertung der Anteilscheine ausführlich begründet wurde.

3) Nach einer Statistik im "Enzyklopädischen Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen", Band 2, Seite 1596 hatte z.B. die "National Association of Investment Companies" der USA Ende 1955 im ganzen 151 Mitglieder, von denen 125 als "open-end funds" organisiert waren und die restlichen 26 als "closed-end trusts". Das Treuhand-Vermögen der ersten Gruppe erhöhte sich dabei seit 1940 von 0,4 auf 7,8 Mrd. Dollar, während der Anlagen-Stand der zweiten nur von 0,6 auf 1,2 Mrd. Dollar zunahm.

türlich auch sie, ebenso wie diejenige der Fonds, zweckentsprechend gehalten sein, um absatzpolitisch die nötige Wirkung zu haben. Im Hinblick darauf bedürfen die Anteilscheine vor allem der rechtsgültigen Übertragbarkeit, da letztere dem jeweiligen Besitzer nicht nur ein rasches und vielseitiges Verwerten der angelegten Gelder ermöglicht - was seinen Sparentschluß erheblich bestärken kann -, sondern die Trust-Leitungen auch der Notwendigkeit enthebt, bei jedem Wechsel oder Erlöschen einer Teilhaberschaft stets die umständliche Rücknahme-Prozedur vornehmen zu müssen.¹⁾ Angesichts dieser Faktoren haben deshalb die westdeutschen Verwaltungs-Trusts nach schweizerischem Vorbild ihre Beteiligungs-Scheine durchwegs für negoziierbar erklärt - wobei regelmäßig die Übergabe des Zertifikates als Abtretung der darin verbrieften Rechte gilt - und sie fast ausnahmslos als Inhaber- bzw. als blanko-girierte Orderpapiere in Umlauf gesetzt. Lediglich die "Allgemeine Deutsche Investment-G.m.b.H.", München, fertigt die Urkunden offensichtlich bewußt auf den Namen des Ersterwerbers aus, um diesen auf psychologischem Wege zu einem langfristigen Behalten der übernommenen Stücke zu animieren.²⁾

Nicht minder wichtig für den Absatzerfolg eines Anlage-Fonds ist aber neben der technischen Beschaffenheit der Zertifikate ihre größenmäßige Stückelung, worauf schon im Rahmen der Bedarfsanalyse eingehend verwiesen wurde.³⁾ Besonders in einem Land, das relativ arm ist und dessen Bevölkerung für das Investment-Sparen erst noch erschlossen werden muß, empfiehlt sich natürlich ein Start in bescheidener Höhe, um die erhoffte Resonanz tatsächlich zu finden. Im Gegensatz zu den Trusts in der Schweiz, wo beispielsweise die Anteilscheine der Immobilien-Fonds schon immer einen Durchschnittswert von mehr als 1.000,- Franken besaßen, legten daher die deutschen Gesellschaften ihre "Eröffnungspreise" auf 50,- bis 100,- DM fest

- 1) Vgl. hierzu auch des weiteren den früheren Abschnitt über die sachbedingte Marktstellung der Investment-Zertifikate.
- 2) Nach der heutigen Regelung in § 17, Abs 1, Satz 2 bzw. § 19, Abs. 1 des neuen Investment-Gesetzes dürfen die Anteilscheine auf den Inhaber oder den Namen lauten, müssen aber im zweiten Fall ein sog. "Leer-Indossament" tragen, sofern sie zwecks Aufbewahrung in ein Girosammeldepot eingeliefert werden sollen.
- 3) Siehe vor allem die dortige Stellungnahme zur Mindest-Sparkraft der potentiellen Investment-Kunden.

und boten den stärkeren Kunden passende Global-Zertifikate über 2, 5 oder 10 Beteiligungs-Quoten am jeweiligen Effekten-Pool an.¹⁾

Auf Grund einer günstigen Wirtschaftsentwicklung kann sich jedoch der Wert eines Teilhaber-Scheines beträchtlich erhöhen und damit auch den laufenden Ausgabepreis entsprechend heraufsteigen lassen. Das ist zwar - besonders für die bisherigen Sparer - als Faktum durchaus erfreulich, hemmt aber andererseits den weiteren Absatz, da die verteuerten Stücke für niedere Einkommens-Schichten erheblich zu "schwer" sind. Um dieses Manko generell zu beheben, schreiten die Leitungs-Organen notfalls zum "splitting" und brechen die Anteilscheine so vielmals auf, daß der Begebungspreis wieder erschwinglicher wird.²⁾ Auch in der Bundesrepublik erlangte das Spaltungs-Verfahren schon praktischen Nutzwert, und zwar bei der Münchner Investment-Gesellschaft, die auf ein solches zurückgriff, als sich der Preis ihrer "FONDAK"-Zertifikate im Laufe der Zeit beinahe verdreifacht hatte und weit über dem Durchschnitt der übrigen lag.³⁾

Abschließend sei jetzt noch in Kürze ein besonderer Finanzierungs-Modus erwähnt, der primär in England entwickelt wurde und teilweise auch in den Vereinigten Staaten zur Anwendung kam. Gemeint ist die Ausgabe verschiedenartiger Anteilscheine bzw. die nachträgliche Zerlegung gleichrangiger Stücke in mehrere Typen, die am jeweiligen Bestands-Kollektiv unterschiedliche Rechte gewähren. Durch derartige Methoden - in der angel-

- 1) Später wurde in § 18, Abs. 3 des Gesetzes über Investment-Gesellschaften eigens bestimmt, daß der Realwert je Trust-Anteil bei der Neu-Auflage eines "Sondervermögens" nicht größer sein darf als 100,- DM. Die Ausgabe von Mehrfach-Zertifikaten blieb allerdings - nach § 17, Abs. 2, Satz 1 dieser Rechtsnorm - auch weiterhin zulässig.
- 2) Es handelt sich also um einen ganz ähnlichen Vorgang wie bei den Gratis-Emissionen, wo die "capitalisation of profit" ebenfalls eine Senkung der Aktienkurse bezweckt.
- 3) Beim damaligen "split-up", das Anfang 1957 im Verhältnis 1 : 3 durchgeführt wurde, erhielten die Sparer gegen Vorlage eines bestimmten Ertragscheines zwei weitere Anteile kostenlos ausgereicht. Ein Jahr danach konnte die Gesellschaft dann melden, daß sich der Zertifikat-Umlauf seit der letzten Berichterstattung um mehr als 120 % erhöht habe. (Lt. einer Notiz in der "Deutschen Zeitung und Wirtschaftszeitung", Nr. 11 vom 8. Februar 1958)

sächsischen Literatur sinnvoll als "trading on the equity" bezeichnet - erstrebt man vor allem ein ungleichmäßiges Verlagern des Risikos und der Gewinne auf Kosten bzw. zu Gunsten der einzelnen Teilhaber-Gruppen, was der Investment-Idee - gemeinschaftliche Kapitalanlage auf genossenschaftlicher Basis - eindeutig zuwiderläuft. Dementsprechend haben die schweizerischen Trusts von der Begebung heterogener Zertifikate freiwillig Abstand genommen, während sie den deutschen Gesellschaften - ebenso wie den nordamerikanischen "open-end funds" - durch § 17, Abs. 2, Satz 2 des Investment-Gesetzes von staatlicher Seite verboten wurde.^{1), 2)}

3. Die Vertriebspolitik einer Investment-Gesellschaft

Nachdem die bisherigen Themen dieses Kapitels die Absatz-Bedingungen und die Absatz-Objekte erfaßten, beleuchtet der folgende Punkt das dritte Kernstück der Erfolgs-Intensivierung, und zwar die taktischen Vertriebs-Momente, die sich einestells beziehen auf die ausnutzbaren Vertriebs-Wege oder aber andernteils auf die zweckdienlichen Vertriebs-Formen.³⁾

Zur erstgenannten Frage wurde an früherer Stelle schon beiläufig angedeutet, daß sich denjenigen Trusts, die Gründungen von Banken und Sparkassen sind, de natura ein günstiger Absatzweg bietet, nämlich das Ausreichen der Zertifikate über die Niederlassungen der Patronats-Häuser und anderer nahestehender Kreditanstalten.⁴⁾ Diese Gelegenheit erübrigt den Investment-Gesellschaften nicht nur den Aufbau einer eigenen Vertriebs-

- 1) Über den sog. "leverage"- oder Hebel-Effekt der Anteilszerlegung vgl. auch B a d g e r - G u t h m a n n: a.a.O., S. 631, über die einzelnen Arten dieses Verfahrens vor allem S e i s c h a b: a.a.O., S. 127 ff.
- 2) Zu den Investment Trusts mit unterschiedlichem Beteiligungs-Kapital gehört beispielsweise die Sonderform der sog. "Face-Amount Certificate Companies", die außer den "common shares" auch Schuldverschreibungen emittieren und letztere am Verfalltag zum Nennwert einlösen oder schon vorzeitig gegen Abzug eines Disagios wieder zurücknehmen. (Nach P u h l: a.a.O., S. 66 bzw. T r u m p l e r: a.a.O., S. 37)
- 3) Der Begriffsinhalt des Wortes "Vertrieb" wird hier also viel enger gefaßt als derjenige des Ausdruckes "Absatz" und beschränkt sich allein auf die unmittelbaren Verkaufsdispositionen.
- 4) Entsprechendes gilt auch für die Rücknahme der Anteilscheine und die Einlösung der fälligen Coupons.

Organisation, sondern erschließt ihnen auch - wie bereits ausgeführt - einen relativ sicheren Kundenkreis, in welchen die Konkurrenz-Unternehmungen nicht so leicht einbrechen können. Umgekehrt läßt sich die betreffende Vermittlungsrolle der Banken dem Tätigkeitsfeld der letzteren mühelos angliedern, was außerdem noch den zusätzlichen Vorteil hat, daß die Rivalität der einzelnen Anlageformen infolge deren gleichzeitiger Propagierung seitens der Geldinstitute dem Sparer nur selten bewußt wird.¹⁾ Es kann daher nicht wunder nehmen, wenn sowohl die deutschen als auch die schweizerischen Trusts, die sämtlich der Bankwelt entstammen, diese nächstliegende Lösung tatsächlich verwirklichten, um ihre Beteiligungs-Scheine auf passende Weise im Umlauf zu setzen.²⁾ Im Gegensatz dazu bringen die US-Gesellschaften, von denen nicht alle mit Banken liiert sind, die Zertifikate unter Zuhilfenahme eines besonderen Systems in den Verkehr, das mehrstufig aufgebaut ist und sich gewöhnlich aus Haupt-Kommissionären ("principal underwriters"), Zwischen-Agenten ("wholesale distributors") und Einzel-Verteilern ("retail dealers") zusammensetzt.³⁾

Bezüglich der adäquaten Vertriebs-Arten, welche man im weiteren Sinn auch den Absatz-Konditionen zurechnen kann, ist prinzipiell festzustellen, daß die Investment-Zertifikate als typische Sparer-Papiere nur bei voller Begleichung des Preises erhältlich sein sollten und nicht auf Kredit oder Abzahlung, wie es besonders vor Ausbruch der Börsen-Deroute in Amerika üblich war und zahlreichen Trusts zum Verhängnis gereichte.⁴⁾ Heute indessen sind den "mutual funds" der Vereinigten Staaten derartige Praktiken nicht mehr erlaubt, ebenso wie auch in Deutschland - nach § 18, Abs. 1 des Investment-Gesetzes - Anteilscheine lediglich gegen Erstattung sämtlicher Ausgabe-kosten emittiert werden dürfen. Nichtsdestoweniger bleiben

1) Vgl. hierzu auch B a r o c k a: a.a.O., S. 87 f.

2) Für erstere steht allerdings ein etwaiger Alternativ-Weg jetzt ohnehin nicht mehr offen, da sie nach § 11, Abs. 1 der einschlägigen Rechtsnorm gehalten sind, die Ausgabe- und Rücknahme-Funktionen einem geeigneten Kreditinstitut anzuvertrauen.

3) Vgl. hierzu auch R i n s o z: a.a.O., S. 108, der in tabellarischer Übersicht die Gesamt-Organisation der "Keystone Custodian Funds Inc.", Boston einprägsam wiedergibt.

4) Die betreffenden Firmen kauften nämlich ihrerseits - wie einleitend dargelegt - die Fonds-Werte nur gegen Einschuß ("on margin") und sahen sich bald - infolge der laufenden Kursverluste - vor unüberwindlichen Liquiditäts-Schwierigkeiten.

jedoch andererseits gewisse Methoden lancierbar, die sich mit dem obigen Grundsatz durchaus vertragen, den Beteiligungs-Sparern aber trotzdem den Ankauf der Zertifikate beträchtlich erleichtern. So schließen z.B. in den USA die dortigen "Installment Investment Plan Trusts" mit ihren Kunden bindende Verträge über planmäßige, periodische Zahlungen ab, welche die Gesellschaft entsprechend verwertet. Nach dem Auslauf der Raten hat dann der Sparer die Wahl, seine Anlagen weiterhin stehen zu lassen oder die Effekten bzw. deren Erlös gegen Vorlage der erhaltenen "trusteed saving certificates" alsbald herauszugeben.¹⁾ Selbst in Großbritannien wurde ein ähnliches Verfahren neuerdings eingeführt, und zwar von der "Municipal and General Securities Company Ltd.", London, dem größten "unit"-Trust der City.²⁾ Da es darin besteht, die sporadischen und beliebig hohen Leistungen der Kunden vorerst auf Sparkonten zu verbuchen, über welche dann nach genügender Auffüllung die Anteilscheine erworben werden können, ließe es sich gut auch in Deutschland praktizieren, sofern man nämlich die betreffenden "Investment-Konten" nicht bei der Gesellschaft eröffnet, sondern vielmehr bei der Haus-Bank der einzelnen Sparer.

4. Die "good-will"-Politik einer Investment-Gesellschaft

Eine weitere Gruppe absatzorientierter Entscheide umfaßt eine Reihe von Handlungen, die teils noch als "Kundendienst" ansprechbar sind, teils jedoch Akte betreffen, welche schon mehr dem "public-relation"-Zweck dienen. Sie verkörpern daher ein sachliches Bindeglied zwischen der eigentlichen Konditionenpolitik und den reinen Publizitäts-Maßnahmen, was vor allem auch daraus hervorgeht, daß sie die beiden Bereiche meist gleichzeitig tangieren. Dies gilt beispielsweise für die Ermittlung des Ausgabewertes und dessen Veröffentlichung, sowie für erläuternde Hinweise auf die steuerliche Behandlung der einzelnen Gewinnpositionen und der Verwaltungsabzüge.³⁾

Darüber hinaus manifestiert sich die Dienstbarkeit einer Investment-Gesellschaft noch in der Festlegung abgrenzender Da-

1) Nach R i n s o z: a.a.O., S. 24 f.

2) Lt. einer Meldung der "Frankfurter Allgemeinen": "Der Drang zur Aktie in England", Nr. 27 vom 2. Februar 1955.

3) Die Emissionspreis-Berechnung erfolgt zumeist täglich oder gar halbtäglich, die besagten Aufschlüsse dagegen finden sich regelmäßig in den Geschäftsberichten der Trusts.

ten, die primär das Schutzbedürfnis der Anteilseigner befriedigen sollen und demzufolge aus mehrfachen Sperr- oder Sicherungsklauseln bestehen. So umschreiben z.B. die Satzungen der schweizerischen Trusts die Grundsätze der Anlagenauswahl, der Werte-Verwahrung, sowie der Bestandsüberprüfung und enthalten auch Richtlinien über die Einsetzung einer Instanz zur Beilegung von Streitigkeiten zwischen den Zertifikat-Inhabern und der Geschäftsführung. Ähnliche Befugnis-Schranken finden sich zwar ebenfalls in den Anteilsverträgen der deutschen Gesellschaften, doch können sie nicht - bzw. nicht mehr - als Ausdruck einer bewußten, betriebstechnischen Entscheidung gewertet werden, da ihre statuarische Verankerung heute lediglich eine Erfüllung gesetzlicher Auflagen bildet. Für eine selbständige, spezifisch gefärbte "good-will"-Politik verbleibt den Organen jedoch praktisch kein Raum, weil schon die zwangsweisen Vorschriften derartig perfektioniert sind, daß sie ein zusätzliches Individual-Abkommen kaum noch gestatten.¹⁾

5. Die Publizitätspolitik einer Investment-Gesellschaft

Auch im Hinblick auf dieses Detail des absatzpolitischen Instrumentariums gilt es zu trennen zwischen notwendigen Maßnahmen und fakultativen Entscheiden, von denen jedoch ausschließlich die letzteren ein aktives Handeln verkörpern, wohingegen man im Falle einer fehlenden Eigen-Initiative lediglich feststellen kann, daß sich die entsprechende Tätigkeit solch eines Trusts eben nur darauf beschränkt, seine unumgänglichen Pflichten gebührend zu achten.²⁾

1) Während z.B. in der Schweiz, entsprechend der üblichen Klausel, "für nicht liberierte Nominalbeträge von Aktien" billigerweise der jeweilige Fonds-Bestand haftet, trifft dies in Deutschland nach § 9, Abs. 4 des Investment-Gesetzes einzig und allein für das Betriebsvermögen der Gesellschaft zu, was m.E. entschieden zu weit geht und die Wahrung der Sparer-Beilage auf Kosten der Trust-Leitung übergebührlich betont.

Die sonstigen Regelungen diesbezüglicher Art wurden bereits, soweit sie in den Rahmen der Darlegung fielen, an entsprechender Stelle zur Sprache gebracht.

2) Zu jenen gehört u.a. nach den Bestimmungen des deutschen Investment-Gesetzes der Abdruck der Vertrags-Bedingungen auf sämtlichen Anteilscheinen (§ 14, Abs. 1), die Bekanntgabe der ausgeschütteten Kursgewinne (§ 15, Abs. 2), sowie die Veröffentlichung eines jährlichen Rechenschaftsberichtes inklusive Ertragsnachweis und beiliegender bzw. gesonderter Bestandsliste zur Mitte der laufenden Geschäftsperiode (§ 20, Abs. 1).

Wegen ähnlicher Anordnungen im amerikanischen "Investment Companies Act" siehe T r u m p l e r: a.a.O., S. 132.

Erfreulicherweise begnügen sich aber die westdeutschen Anlage-Trusts nicht mit der bloßen Befolgung gesetzlicher Vorschriften, sondern gestalten z.B. von sich aus - wie folgendes Muster beweist - die Rechenschaftslegung ganz in dem Stil eines völligen Brutto-Prinzips, das sämtliche Teilposten einzeln notiert und gewiß dazu beitragen wird, dem neuen System das Vertrauen der Sparer rasch zu gewinnen. Auch in bezug auf den Geschäfts-

Die schematische Aufgliederung der Einnahmequellen
und der Gewinnverwendung beim westdeutschen "Uscafonds" x)

Brutto-Erträge pro Anteil:	Verbleib dieser Brutto-Erträge:
1. Dividenden	1. Getätigte
USA..... DM 1,10	Netto-Verteilung.... DM 2,30
Canada..... DM 0,29	2. In den USA ent-
2. Zinsen	richtete Steuern.... DM 0,33
USA..... DM 0,03	3. In Canada ent-
Canada..... DM 0,01	richtete Steuern.... DM 0,04
Deutschland.... DM 0,08	4. Einbehaltene
3. Gratisaktien	Verwaltungsgebühr... DM 0,20
USA..... DM 0,30	5. Vortrag auf
4. Bezugsrechte	Neue Rechnung..... DM 0,08
USA..... DM 0,12	
5. Kursgewinne	
USA..... DM 0,95	
Canada..... <u>DM 0,07</u>	
DM 2,95	DM 2,95
=====	=====

x) nach den Angaben im Verwaltungsbericht für das Geschäftsjahr 1956/57.

bericht sind die Organe in der Regel sehr mitteilungsfreudig, was natürlich gleichfalls der Stärkung ihres Ansehens dient und vorwiegend dort sehr von Nutzen sein kann, wo man die Gunst der Öffentlichkeit nicht schon besitzt, sondern erst langsam erringen muß.¹⁾ So enthalten die Hefte außer den Daten über die Börsentendenz, den allgemeinen Wirtschaftsverlauf und die Entwicklung des eigenen Fonds z.T. auch noch Hinweise auf wichtige Umdispositionen, die im Lauf der Berichtszeit bei den Anlage-Werten zur Ausführung kamen. Gerade die letztere

1) Vgl. auch H ü g l: a.a.O., S. 105.

welche dem Publikum - aber desgleichen der aufmerksamen "Konkurrenz" - das Gebaren der Trust-Leitung weitgehend darlegt und die aus Geheimhaltungsgründen im Ausland nicht immer gepflegt wird, schafft eine Offenheit, sowie ein Gefühl der Solidität, deren "werbende" Wirkung von höchster Potenz ist.¹⁾

III. Die Problematik der Werbung

Bevor nun zum Abschluß die Fragen der Investment-Reklame debattiert werden sollen, bleibt erst noch ein Umstand zu erwähnen, dem hinsichtlich jener fundamentale Bedeutung zukommt. Gemeint ist die Tatsache, daß ein wirksames Greieren des Beteiligungs-Sparens die vorherige Erfüllung zweier Kautelen bedingt, welche sich primär aus dem Charakter bzw. aus der Vertriebsform der Zertifikate erklären und nachfolgend kurz zu umreißen sind.

Die erste der beiden Prämissen besteht in der Aufgabe, beim Publikum Verständnis zu wecken für die Probleme des Kapitalmarktes, die Funktionen der Effektenbörsen und die Besonderheiten des Wertpapiersparens, um dadurch die notwendige Grundlage zu schaffen, auf welcher allein die unmittelbare Investment-Werbung aussichtsvoll betrieben werden kann. Wie dringend erforderlich ein derartiger Belehrungs-Feldzug in Deutschland noch ist, zeigt u.a. das Ergebnis einer kürzlichen Sondierung, derzufolge nur etwa ein Drittel der damals erfaßten Personen den Effektenbegriff richtig zu interpretieren vermochte.²⁾ Was sich dagegen mit Hilfe entsprechender Aufklärung binnen kurzem erreichen läßt, beweisen die wachsenden Fortschritte des "Volkskapitalismus" in den Vereinigten Staaten, wo allerdings die einschlägigen Propaganda-Maßnahmen in großzügiger Weise durchgeführt werden. So veranstaltet der Börsenvorstand der "New York Stock Exchange", die ihrem Werbe-Etat jährlich mehr

-
- 1) Noch deutlicher als in der Bundesrepublik und im teilweisen Gegensatz zur schweizerischen bzw. zur englischen Praxis gibt man die Effekten-"turn-overs" in den Vereinigten Staaten bekannt, wo etwa der auch in Deutschland vertretene "Television-Electronics Fund Inc.", Chicago in seinen vierteljährlichen Zwischenberichten die wesentlichen Bestands-Änderungen gesondert veröffentlicht, und zwar nach Zukäufen, Erst-Ankäufen, Teil-Verkäufen und gänzlichen Abstoßungen.
 - 2) Nach Ringl e b: "Für die Aktie stärker werben!", in der Beilage zum "Handelsblatt", Nr. 134 vom 15. Nov. 1957.

als 1 Million Dollar zuführt, seit 1949 regelmäßige Erläuterungs-Kampagnen mit Zeitungs-Inseraten ("Own Your Share in American Business!"), Prospekten und kostenlosen Broschüren ("Understanding the New York Stock Exchange", "Dividends over the Years", "Investment Facts about Common Stocks and Cash Dividends").¹⁾ Darüber hinaus werden jedoch auch Führungen und Schulungskurse abgehalten, Ausstellungen organisiert, Trick- und Informationsfilme vorgeführt, sowie selbst der Rundfunk und das Fernsehen in den Dienst der Popularisierungs-Arbeit gestellt, an welcher sich heute die bedeutendsten Finanzinstitute des gesamten Landes beteiligen.²⁾

Die zweite Voraussetzung für das erfolgreiche Ansprechen einer direkten Investment-Reklame ist neben der Sorge um ein positives Verhältnis der Anlegerkreise zu den wichtigsten Fragen des Börsen- und Wertpapierwesens die "Entschleierung der Banken", d.h. also die Verbreitung der Kenntnis über ihr Wirken und ihre zahlreichen Dienstleistungs-Sparten. Auch in dieser Beziehung wäre in Deutschland noch manches zu tun, da heute erst jeder zweite der neulich getesteten Bürger die Möglichkeit des sparkassengleichen Banksparens kennt, wohingegen fast 20 % die veraltete Ansicht hegen, die Banken würden nur Groß-Geschäfte betreiben und sich um andere nicht sehr bemühen.³⁾ Gerade über den letzten Punkt müßte indessen das Publikum zutreffend aufgeklärt werden, nachdem doch das Investment-Prinzip vor allem für Klein-Anleger gedacht ist und die verschiedenen Trust-Zertifikate hauptsächlich durch Banken zur Ausgabe kommen. Entsprechend dem Slogan:

"Vom Bank-Verständnis zum Bank-Vertrauen,
vom Bank-Vertrauen zur Bank-Verbindung!"

erhebt sich daher die Notwendigkeit, den eigentlichen Werbeaktionen für das Beteiligungs-Sparen ein allgemeines Programm der banktechnischen Unterrichtung vorangehen zu lassen, um be-

- 1) Lt. P u h l: a.a.O., S. 46 bzw. 78 erschienen z.B. im Jahre 1955 nicht weniger als 16 Annoncen in 556 Blättern, zuzüglich besonderer Anzeigen in "Life" und der "Saturday Evening Post", während man in Schulen und Universitäten 3 Millionen Hefte belehrenden Inhaltes verteilte.
- 2) Siehe auch W o l f f: "Die Pflege des US-Aktienmarktes", im "Industriekurier", Nr. 115 vom 27. Juli 1957.
- 3) Nach einer Meldung des "Bankkaufmann", Jg. 1956, H. 9, S. 392 auf Grund einer Umfrage des Allensbacher "Institutes für Demoskopie".

sonders auch solche Kunden zu gewinnen, welche bisher noch keinen Kontakt zum Sparprozeß fanden.

A) Der grundsätzliche Rahmen der Werbe-Aktionen

Was nun die Propaganda-Maßnahmen als solche betrifft, so ist im Prinzip zu beachten, daß die westdeutschen Kapitalanlagegesellschaften durch § 2, Abs. 1 des Investment-Gesetzes den übrigen Kreditinstituten gleichgestellt wurden und auf Grund dieser Regelung allen Vorschriften unterliegen, die für die letzteren jeweils in Gültigkeit sind. Im Hinblick auf werbliche Handlungen haben sich deshalb die Trust-Leitungen nach den einschränkenden Normen des sog. "Wettbewerbsabkommens" zu orientieren, welches bekanntlich am 22. Dezember 1936 als privater Vertrag der Bankwirtschaft paraphiert worden ist, nach allgemeiner Ansicht der beteiligten Kreise auch durch den Ausgang des Krieges seine Verbindlichkeit keineswegs einbüßte und heute zum Staatsrecht gehört, nachdem es im September 1955 von den Bankaufsichtsbehörden der einzelnen Länder - gemäß Sonderbestimmung des § 36, Satz 3 KWG - als hoheitliche Verfügung in Kraft gesetzt wurde.¹⁾

Neben verschiedenen Richtlinien, welche sich trotz ihres typischen Zuschnitts auf Banken und Sparkassen auch für Investment Trusts eignen und außer der Unlauterkeit jede herabsetzende, vergleichende oder unseriöse, dem banküblichen Gebaren widersprechende Reklame generell unterbinden, enthält aber das vorgenannte Dossier eine Reihe Artikel, deren Anwendbarkeit auf das geschäftliche Wirken der neuen Betriebe aus triftigen Gründen lebhaft umstritten ist. Das gilt insbesondere für die Bestimmung in § 8, derzufolge es "angesichts der durch das geltende Bankgesetz gesicherten Stabilität der deutschen Währung" nicht zulässig sein soll, daß Kreditinstitute "wertbeständige Konten in Reichsmark, jedoch auf Feingoldbasis oder auf Basis einer ausländischen Währung unterhalten oder für Einlagen entsprechende Zusagen machen".²⁾ Selbst wenn man nun annimmt, auch die weiteste Auslegung der obigen Klausel, durch welche den Ge-

1) Näheres über die juristischen Details unter dem Stichwort "Wettbewerbsrecht" im "Enzyklopädischen Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen", Band 2, S. 1683 f.

2) Nach dem Abdruck der zitierten Maxime im "Handbuch des gesamten Kreditwesens", S. 365 ff.

sellschaften vor allem die Werbung mit dem Sachwertcharakter der Anteilscheine untersagt werden soll, rechtfertigte ein derartiges Verbot in gar keiner Weise, so bleibt doch immerhin zu bedenken, daß wenigstens diejenigen Trusts, die Gründungen der Kreditwirtschaft sind, gewisse Verpflichtungen haben, welche sie ebenso wie die gesetzlichen Schranken bei der Auswahl der Propagierungs-Methoden zu einer weitgehenden Rücksichtnahme auf die vitalen Belange des Sparwesens zwingen.¹⁾

B) Die methodische Vornahme der Werbe-Aktionen

Bekanntlich gehört auch die Werbung, der Einsatz bestimmter Verfahren zur Erreichung akquisitorischer Ziele, hinsichtlich ihrer Funktionen in den Bereich der systematischen Absatzpolitik, doch nimmt sie auf Grund ihrer Ausstrahlungskraft innerhalb jener einen besonderen Rang ein, weswegen sie sich von den übrigen Teilgliedern eindeutig abhebt.²⁾ Die komplexe Natur dieses wichtigen Faktors wurde nun hier - entgegen der sonstigen Übung - in zwei Komponenten zerlegt, und zwar in das äußere Bild seines praktischen Auftretens, sowie in den sachlichen Kern der diversen Entscheide, welche zusammen - planmäßig abgestimmt auf das Budget - den spezifischen "Werbestil" der betreffenden Firma verkörpern.

1. Die formelle Gestaltung der Investment-Reklame

Das sichtbare Wirken propagandistischer Akte, von der "streuenden" Stelle nach Ermessen in Szene gesetzt, beruht a priori auf den Mitteln und auf der Zeit als den technischen Daten ihrer Erscheinung. Demnach wäre im folgenden hauptsächlich darzutun, durch wen man die werblichen Handlungen fallweise ausführen läßt, bzw. wie und wann dies am besten geschieht.³⁾

Als natürliche "Streuer" für die Investment-Reklame kommen pri-

- 1) Dementsprechend erklärte mir etwa - noch vor dem Erlaß des Investment-Gesetzes - der bevollmächtigte Leiter eines westdeutschen Anlage-Trusts, von Seiten der Gesellschaft würde die Art der Reklame auch ohne juristische Bindung den Gepflogenheiten des Banksektors angepaßt werden, um die beteiligten Häuser nicht in Gewissenskonflikte zu stürzen.
- 2) Siehe auch den Einführungs-Kommentar zum betriebswirtschaftlichen Hauptteil, sowie G u t e n b e r g: a.a.O., S. 346.
- 3) Die definitorische Abgrenzung der einzelnen "Streuungs"-Begriffe vgl. bei S e y f f e r t: a.a.O., S. 106 ff.

mär - außer den zufriedengestellten, unentgeltlich und freiwillig als "Absatzhelfer" tätigen Kunden - die Kapitalanlagegesellschaften selbst in Betracht, sowie die Kreditinstitute, über welche die Anteilscheine faktisch in Umlauf gelangen. Die Trust-Leitungen können dabei ihre einzelnen Maßnahmen entweder direkt vornehmen, wie z.B. die Aufgabe von Inseraten, oder mit Hilfe der Banken, denen sie dann das vorgesehene Werbematerial - Prospekte, Broschüren und ähnliches - zwecks Auslegung im Schalterraum gratis überlassen. Darüber hinaus greifen jedoch die letzteren nicht nur als sog. "Streumедien", sondern zu meist auch noch aktiv in den Propaganda-Kampf ein, und zwar vorwiegend durch die Beratung der anlagesuchenden Sparer bzw. durch die Empfehlung der jeweiligen Zertifikate.¹⁾

Was nun die reklametechnischen Gestaltungsmöglichkeiten - die sog. "Werbeträger" - betrifft, so wurde ein Teil bereits angeführt, nämlich das individuelle "Verkaufsgespräch", die Annoncen in der Tages- und Wirtschaftspresse, in Finanzzeitschriften, Handbüchern und Nachschlagewerken, ferner die gebräuchlichen Drucksachen-Typen, sowie auch Plakate für Schaufenster und Schalterhallen. Daneben wären jetzt noch die indirekten, aber nicht minder bedeutsamen "Werbehilfen" zu erwähnen, wie etwa die laufenden Verwaltungsberichte, die sich ja gut propagandistisch auswerten lassen, oder die für die Kundschaft bestimmten Wirtschafts- und Börsenbroschüren der Banken, in welche man ebenfalls entsprechende Hinweise einflechten kann.

Bei der Auswahl der obigen Akquisitionsinstrumente bleibt jedoch stets zu beachten, daß deren "Wirkungsbereich" von Natur aus nicht gleich ist, sondern vielmehr - je nach der Art des spezifischen "Trägers" - verschiedene Tiefe besitzt. Eine Investment-Gesellschaft, welche praktisch nur "Innenwerbung" betreibt und ihre "Streutätigkeit" vermittels Prospekten ausschließlich im Einflußgebiet der angeschlossenen Banken entfaltet, wird also lediglich solche "Umstreute" erreichen, die in irgend einer Form zum Geschäftsfreundekreis der betreffenden

1) Wo allerdings der Absatz von Anteilscheinen über besondere Firmen erfolgt, wie vor allem in den Vereinigten Staaten, treten naturgemäß diese an Stelle des zwischengeschalteten Bankapparates.

Ein praktisches Beispiel für die psychologischen "advertisement campaigns" einer solchen "distribution group" bringt H ü g l: a.a.O., S. 164 ff.

den Anstalten zählen, sonstige "Werbegemeinte" dagegen wohl kaum. Andererseits muß jedoch berücksichtigt werden, daß Mittel von weitreichender Ansprache-Kraft - Rundfunk-Reklame, Filme und zum Teil auch Annoncen - für Gesellschaften kleineren Umfangs gewöhnlich zu kostspielig sind, weshalb sie in Deutschland - wie ein mündlich befragter Investment-Experte mir offen erklärte - bis jetzt nicht benutzt werden konnten.¹⁾

Angesichts dieser Verhältnisse erhebt sich ganz logisch die Frage, ob nicht zu Gunsten des jungen Beteiligungs-Sparens eine wirksame "Gemeinschaftswerbung" inszeniert werden könnte, ähnlich wie sie für Pfandbriefe und Kommunalobligationen unter dem Motto: "Verbriefte Sicherheit" schon durchgeführt wird. Die notwendige Voraussetzung eines derartigen Schrittes ist allerdings ein im Prinzip gleiches Interesse aller westdeutschen Anlage-Trusts, was mir insofern nicht restlos gegeben erscheint, als einer davon zu verstehen gab, er ordne die Werbung für den Investment-Gedanken bewußt den geschäftlichen Sonder-Belangen seiner Verbandsgruppe unter. Trotzdem kam es bereits zu einem ersten Versuch gemeinsamen Vorgehens, und zwar anläßlich des letztjährigen Presseballs in Bad Neuenahr, bei welcher Gelegenheit neben anderen Wertpapieren auch die Investment-Zertifikate sämtlicher Gesellschaften in der Tombola zur Verlosung gelangten. Gleichzeitig wurde damit eine "gezielte" Aktion zur Umwerbung einer - im wahrsten Sinne des Wortes - "meinungsbildenden" Schicht unternommen, von deren Absatzhilfe man anscheinend eine spürbare Hebung der Verkäufe erhoffte.²⁾

Bezüglich der "Streuzeit" wäre abschließend noch festzustellen, daß die Investment-Reklame saisonalen Faktoren nicht unterliegt, sondern gewöhnlich - entsprechend dosiert - durch-

- 1) Ebenso liegt in der Schweiz der Schwerpunkt der üblichen Propaganda-Maßnahmen auf der Verwendung von Werbedrucksachen, während die amerikanischen Firmen, u.a. der sog. "Bullock Fund", sowie auch "The Keystone Company", Boston und "The Bond Investment Trust of America", ergänzend Inseraten-Reklame betreiben.
- 2) Siehe auch den Artikel: "Investment hat schon viele Freunde", in der "Deutschen Zeitung und Wirtschaftszeitung", Nr. 28 vom 9. April 1958, demzufolge die verschiedentlich angekündigte Kollektiv-Propaganda der westdeutschen Effekten-Trusts in Kürze anlaufen soll.

gehend ausgeübt wird.¹⁾ Wie jedoch früher schon kurz expliziert worden ist, leidet das Investment-Prinzip erfahrungsgemäß an einer mangelnden Kongruenz der markttechnischen Beschaffungs- und Absatzbedingungen, da in Zeiten der günstigsten Kaufmöglichkeiten, d.h. also bei gedrückten Notierungen, die unerfahrene Kundschaft die Anlage scheut, während im Zug einer Aufwärtsentwicklung die Sparer zwar leicht zu gewinnen sind, aber womöglich enttäuscht werden können, wenn die Tendenz schnell wieder umschlägt. Zwecks Gewinnung zufriedener Daueranleger, bekanntlich das Hauptziel aller Gesellschaften, muß dementsprechend der zeitliche Einsatz der Werbemaßnahmen "anti-zyklisch" gesteuert werden, was allerdings einer sachlichen Stütze durch erläuternde Winke bedarf.

2. Die materielle Gestaltung der Investment-Reklame

Wie soeben vermerkt, tritt zu der äußeren Form der einzelnen Handlungen als wesentliche Ergänzung der wirksame Inhalt, und zwar in Gestalt der Werbe-Motive begründender bzw. emotionaler Natur. Hinsichtlich ihrer Bestimmung ist nun primär der Tatsache Rechnung zu tragen, daß der Investment-Gedanke, zur Erreichung des möglichen Absatz-Volumens, in Deutschland noch gründlich forciert werden muß, besonders natürlich mit Hilfe einer umfassenden "Einführungswerbung", deren wichtigste Aufgabe in der "Bekanntmachungsfunktion" liegt.²⁾

Entsprechend der obigen Feststellung kommt es daher zunächst darauf an, den sachlichen Teil der Reklame-Aktionen möglichst informativ zu gestalten, z.B. durch erläuternde Passagen über die Grundidee des Beteiligungs-Sparens, die Struktur der Gesellschaften und ihrer Fonds, sowie den Charakter der Zertifikate, deren Ausgabepreis vom Publikum häufig mit einem Kurs

- 1) So setzte z.B. eine deutsche Gesellschaft, nach ihren eigenen Angaben, im Januar, Juni und Oktober 1957 je einen kleineren Handzettel ein, der in der Regel als Briefbeilage diente oder im Schalterraum Auslage fand. Einlaufende Anfragen ernsthafter Interessenten befriedigte sie außerdem durch verschiedene Drucksachen, nämlich den Anteilsvertrag, den letzten Geschäftsbericht und einen größeren Werbeprospekt.
- 2) Wegen der zitierten Begriffe siehe G u t e n b e r g: a. a. O., S. 351 bzw. 380 ff., die systematische Gliederung der sog. "Werbe-Elemente" vgl. dagegen bei S e y f f e r t: a. a. O., S. 23 ff.

oder Index verwechselt zu werden pflegt. Im Zusammenhang damit taucht ferner auch die Erwägung auf, ob nicht der technische Ausdruck "Investment" durch eine deutsche Bezeichnung ersetzt werden sollte, welche dem sparenden Laien etwas verständlicher klingt als jene fremde. Ganz abgesehen davon jedoch, daß heutzutage ein deutlicher Hang zur idiomatischen "Ver-Anglisierung" feststellbar ist und Worte wie Camping, Star oder Teen-ager durchaus gebräuchliche Wendungen sind, dürfte es m.E. tatsächlich sehr schwer sein, im heimischen Sprachschatz einen Begriff zu entdecken, der das spezifische Wesen des Investment-Prinzips so treffend und knapp definiert wie eben die fremde Vokabel.¹⁾

Dieser Wille zur sachlichen Information darf jedoch nicht nur das Prinzipielle der zu erläuternden Sparform "Investment" betreffen, wie etwa den juristischen Aufbau der Trusts und der Fonds, er muß sich vielmehr auch auf sämtliche Fakten erstrecken, deren genauere Kenntnis für die Entschlüsse der umworbenen Kunden in concreto von Wichtigkeit ist, so vor allem natürlich auf die Bekanntgabe näherer Einzelheiten über die Charakteristika der geplanten Vermögensanlage. Dem entsprechend enthalten die meisten Investment-Prospekte, ähnlich wie unten an Hand zweier Beispiele dokumentiert, neben den werbetechnisch sehr effektvollen Bild-Reproduktionen bekannter Firmenzeichen und Markenartikel auch kurze Kommentare zu den diversen Investitionsobjekten, sowie außerdem - besonders im Falle von Auslands-Anlagen - summarische Hinweise auf die Struktur des betreffenden Wirtschaftsgebietes.²⁾

1) Das zeigte sich auch beim Ergebnis des Preisausschreibens, welches die "Allgemeine Deutsche Investment-GmbH", München zur Ausfindigmachung eines passablen Ersatzes veranstaltet hatte (im "Spiegel", Nr. 42 vom 17.X.1956). Das prämierte Wort "Teilhabe" entsprach nämlich nicht der Erwartung, es fand daher keine Verwendung und erlangte nur insofern Nutzen, als die Gesellschaft - lt. telephonischer Auskunft - in späteren Werbedrucksachen statt des Begriffes "Zertifikat" das deutsche Wort "Anteilschein" bevorzugt gebrauchte.

2) Detailliertere Angaben letztgenannter Art - vor allem bezüglich der laufenden Entwicklung - finden sich ferner, wie schon früher erwähnt, in den jährlichen Rechenschaftsberichten der einzelnen Trusts, doch zählen sie m.E. weit eher zu der Publizitätspolitik einer Investment-Gesellschaft als zu deren Werbemaßnahmen, wenngleich ihnen selbstverständlich eine gewisse akquisitorische Wirkung keineswegs abgesprochen werden kann.

Beispiel 1:

Einige der wichtigsten Anlagewerte des sog. "Uscafonds"
(aus einem Prospekt der Union-Investment-GmbH¹⁾)

American Gas & Elec.:

Kontrolliert Elektrizitätswerke in 7 Staaten, die ca. 4,5 Mill. Einwohner mit Strom versorgen. - Dividende laufend seit 1910.

American Tel. & Tel.:

Herstellung von Telefonmaterial und speziellen elektronischen Geräten. Kontrolle zahlreicher Telefongesellschaften mit 42,5 Mill. Telefonanschlüssen = ca. 82 % des Telefonnetzes der USA. - Dividende laufend seit 1881.

Socony Mobil Oil:

Erdöl und Naturgas in USA. Interessen in Venezuela, Kolumbien, Canada, Saudi-Arabien, Irak, Iran, Kuwait usw. Besitzt Tankerflotte und Erdölleitungsnetz. - Dividende laufend seit 1908.

Du Pont de Nemours:

Farben, künstl. Textilfasern (Nylon), Düngemittel, plastisches Material, Titan. Besitzt 25 % von General Motors, industr. Ausnutzung der Atom-Energie. - Dividende laufend seit 1904.

Southern Railway:

Besitzt bedeutendstes Eisenbahnnetz im Südosten der USA. - Gebiet, dessen industrielle Entwicklung in vollem Aufschwung. - Dividende laufend seit 1943.

General Electric:

Größtes Unternehmen der Welt für Herstellung von elektr. Maschinen und Apparaten usw. An der Entwicklung der Atomindustrie beteiligt. - Dividende laufend seit 1899.

Goodyear Tire and Rubber:

Größter Erzeuger der Welt von Reifen, Schläuchen usw.; zahlreiche Tochtergesellschaften. Verkaufsorganisationen in allen Teilen der Welt. - Dividende laufend seit 1937.

Radio Corp. of America:

Steht an erster Stelle der elektronischen Industrie. Radio-, Fernseh- und Grammophon-Apparate, Schallplatten. Eigene Sender für Radio und Fernsehen. - Dividende laufend seit 1940.

1) Ganz generell stellt der obige Trust die Werbe-Aktionen für seinen "Wertpapierfonds nordamerikanischer Spitzenwerte" unter das vorwiegend psychologisch ausgerichtete Motto: "Das Tor zur Welt ist wieder offen..."

Sears Roebuck:

Größtes Versandhaus der USA, daneben 700 Detailgeschäfte, zahlreiche Warenhäuser über Tochtergesellschaften. - Dividende laufend seit 1935.

US Gypsum:

Baumaterial, Gips, Kalk, Isoliermaterial, Asphaltdächer, Farben, Papier, Stahlartikel für Bauzwecke. 40 Steinbrüche in USA, 7 in Canada. - Dividende laufend seit 1919.

Beispiel 2:

Zahlen zur wirtschaftlichen Lage der USA
(aus einem Werbeprospekt der "SIP", Basel)

Bevölkerung der USA = 6 % der Weltbevölkerung
Industrieproduktion der USA = 40 % der Weltproduktion
Stahlproduktion der USA = 52 % der Weltproduktion
Oelproduktion der USA = 54 % der Weltproduktion
Volkseinkommen der USA: 250 Milliarden US-Dollars

Die Aufgaben kaufmännischer Propaganda-Maßnahmen erschöpfen sich aber nicht in dem bloßen Verkünden der "Werbe-Objekte", sondern zielen darüber hinaus auf ein positives Verändern der entscheidenden Nachfragedaten, d.h. also im vorliegenden Fall auf eine Weckung des schlummernden Bedürfnisses nach Teilnahme an der Sparform "Investment", sowie auf die Lenkung des konturierten Bedarfes zu Gunsten der eigenen Fonds. Ohne Zweifel das geeignetste Mittel hierfür ist logischerweise die Argumentierung mit den verschiedenen Vorzügen, die das Investment-System den Anlegern bietet, doch muß dabei stets dem Grundsatz der Wahrhaftigkeit nachgestrebt werden, da nur die Einhaltung jenes Prinzips den Erfolg der Reklame auf die Dauer zu sichern vermag.¹⁾ Das gilt insbesondere für akquisitorische Hinweise auf den Sachwertcharakter der Zertifikate oder ähnliche Werbe-Appelle gleicher Sentenz, deren Benutzung aus spar- und währungspolitischen Gründen verschiedentlich überhaupt abgelehnt wird.²⁾ Wenngleich nun der letztere Standpunkt hier nicht unterstützt werden soll, weil die Organe solider, mit der Bankwelt verflochtener Trusts infolge der dadurch gegebenen Bindung - wie schon früher betont - eine Diskreditierung der übrigen Anlage-Arten ohnehin nicht gut vornehmen können, so ist

1) Ähnlich Seyffert: a.a.O., S. 18.

2) So vor allem Barocka: a.a.O., S. 156 ff.

doch mit Nachdruck zu fordern, daß der Gebrauch des Wert-Sicherheits- bzw. Wert-Zuwachs-Motivs in zurückhaltender Weise erfolgt und daß man hierbei - entsprechend der Wahrheits-Maxime - nicht die Gefahren verschweigt, denen selbst das Beteiligungs-Sparen trotz weitgehender Risikostreuung im Hinblick auf mögliche Baissen voll ausgesetzt bleibt.¹⁾

Außer besagtem Substanz-Argument stehen jedoch den Trust-Leitungen noch zahlreiche weitere Investment-Faktoren für werbliche Zwecke zur Hand, so vor allem der gute Ertrag, die laufende, sachkundige Betreuung der Fonds, das leichte Verwerten der Zertifikate, deren niedriger Ausgabepreis und andere mehr. Diese lassen sich nun, wie folgende Beispiele zeigen, in gedrängter, übersichtlicher Form der Reihe nach aufzählen oder zu effektvollen "Slogans" verdichten, in denen dann aber als primärer Blickfang nur jeweils die tragende Leit-Idee - meist der Ertrag - zum Ausdruck gebracht werden kann.

Beispiel 1:

Die Vorzüge der INTRAG-Zertifikate

(aus einem Prospekt der betreffenden Gesellschaft)

1. Sorgfältige Auswahl der Anlagen durch die Fondsleitung unter besonderer Berücksichtigung einer breiten Risikoverteilung;

-
- 1) Als reichlich verfehlt läßt sich demnach der erste Prospekt der "Allgemeinen Deutschen Investment-G.m.b.H.", München bezeichnen, in welchem diese Sparform mit poetischen Versen wie folgt propagiert worden war:

"-----
-----:
Ein großer Fonds von Wertpapieren,
die ein Erträgnis garantieren,
wird zwecks Beteiligung gehalten.
Nun kann sich das Geschäft entfalten,
denn man erwirbt, das ist der Witz,
vom Ganzen einen Teilbesitz.

Nun hat man weiter nichts zu tun
als auf den Lorbeer'n auszuru'h'n,

Heute dagegen betont die Gesellschaft mit Recht:

"Investment-Anlage ist langfristig. Natürlich können im Verlauf einer Anlage die Kurse zeitweilig auch einmal rückläufig sein. Aber die Erfahrung der letzten fünfzig Jahre zeigt, daß auf lange Sicht die Industrie wächst und die Produktion steigt."

2. laufende Überwachung im Hinblick auf die sich ständig verändernden wirtschaftlichen Verhältnisse;
3. sichere Aufbewahrung der in den Fonds liegenden Werte und sachkundige technische Verwaltung durch die schweizerische Bankgesellschaft als Treuhänderin;
4. bescheidene Spesen dank rationeller Verwaltung und Verteilung auf eine große Zahl von Anteilscheinen;
5. relativ stabile Ertragsausschüttungen, da die Fondsvermögen auf eine Vielzahl von Werten verteilt sind;
6. regelmäßige Ausschüttung der Erträge gegen Einreichung der entsprechenden Coupons bei einer der Zahlstellen;
7. auf den Inhaber lautende Anteilscheine;
8. tägliche Festsetzung des Ausgabepreises der Anteilscheine und Publikation derselben in der Tages- und Finanzpresse. Ausgabe- und Rücknahmepreis werden jeden Tag auf Grund der neuesten Kurse der im Fonds liegenden Aktien berechnet;
9. jederzeitige Realisierbarkeit der Anteilscheine durch Verkauf im freien Markt oder durch Rückgabe an den Fonds auf der Basis des sogenannten Inventarwertes;
10. weitgehende Publizität durch ausführliche jährliche Rechenschaftsberichte.

Beispiel 2:

Werbeslogans deutscher Investment Trusts

(aus diversen Prospekten verschiedener Gesellschaften)

"Geld gut anlegen bringt Geld!"

"Ein Weg zur Beteiligung am Erfolg der Industrie!"

"Mitbesitzen - Mitverdienen!"

"Geld arbeiten lassen!"

"Verteiltes Risiko - gesicherter Ertrag!"

"Mehr Geld durch Investment!"

"Geld anlegen - Kapital bilden - Vermögen sichern!"

Gleichfalls sehr eindrucksvoll, überzeugend und stark suggestiv sind ferner auch solche Motive, die nicht nur an den Verstand, sondern hauptsächlich an das Gefühl der "Umstreuten" appellieren, d.h. also, die vorwiegend psychologische Wirkungen ausüben sollen. Besonders in Staaten wie etwa der Bundesrepublik, in denen "Investment" noch ein relativ neues System ist, empfehlen sich dringend propagandistische Hin-

weise auf den Ruf der es pflegenden Kreditinstitute und die gesetzlichen Vorschriften zum Schutze der Anlegerkreise, auf Alter und Umfang dieser Sparform im Ausland, ihre wachsende Beliebtheit beim westdeutschen Publikum, sowie die Erfahrung, welche frühere Kunden bislang mit ihr machten.¹⁾ Letzteres geschieht selbstverständlich am besten - unter Bezug auf die eigenen Fonds - durch eine textliche, graphische oder bildhafte Demonstrierung des erzielten Investment-Erfolges auf Grund der gewählten Investment-Objekte und zeigt somit deutlich, daß die Werbung für das Beteiligungs-Sparen nur das äußerste Glied einer Kette von Handlungen ist, die im Grunde genommen bereits bei den Anlage-Akten beginnt.

1) Slogan: "Meiers haben ganz schön daran verdient!"

Zur Spar- und Sozialproblematik des Investment-Gedankens
=====

Wenn nun zum Abschluß noch andeutungsweise gewisse Aspekte des fondsmäßigen Beteiligungs-Sparens gestreift werden sollen, die über den Rahmen der einzelbetrieblichen Sphäre hinaus gesamtwirtschaftlichen Einfluß besitzen, so ist dabei grundsätzlich festzuhalten, daß "normale", wesenskonforme Investment-Gesellschaften von sich aus keine derartigen Ambitionen verfolgen, sondern vielmehr - gemäß ihrer eingangs erläuterten Aufgabenstellung - lediglich Gemeinschaftsgebilde privaten Erwerbs- und Sicherheitsstrebens verkörpern.¹⁾ Immerhin strahlen sie aber infolge der Art ihrer Tätigkeit eine Reihe nationalökonomischer Wirkungen aus, von denen die wichtigsten nachfolgend kurz zu umreißen sind, soweit sie thematisch mit vorliegender Arbeit in Zusammenhang stehen oder den Mittelpunkt der heutigen Fach-Diskussionen investment-politischen Inhaltes bilden.²⁾

Bezüglich der Sparproblematik wurden schon anläßlich früherer Darlegungen - vom Standpunkt bedarfs- und konkurrenzanalytischer Sicht aus betrachtet - verschiedene Daten entsprechender Prägung zur Sprache gebracht, weswegen jetzt hier ergänzend nur noch wenig zu sagen bleibt.

1. Was die häufig zitierte Gefahr eines durch die Investment-Idee systematisch geförderten "Sachwertdenkens" betrifft, insbesondere jedoch ihre nachteiligen Folgen für die einzelnen Arten des Sparens in "geldwerten Forderungen" nomineller Gebundenheit, so zeigte der Tenor des letzten Kapitels ganz deutlich, daß bankweltverflochtene Anlage-Trusts - wie sie in Westdeutschland ausschließlich vorherrschend sind - die übrigen Formen bewußten Konsumverzichts erklärlicherweise nicht absichtlich schädigen wollen und deshalb

1) Dementsprechend erklärte mir der Leiter eines westdeutschen Anlage-Trusts auf die Frage nach dem wirtschaftspolitischen Ziel seiner Gesellschaft mit trockenen Worten: "Wir wollen Zertifikate verkaufen, und weiter wollen wir nichts."

Vgl. hierzu auch Seischab: a.a.O., S. 13 f.

2) Wegen weiterer Fragen börsenmäßiger, finanztechnischer und konjunktureller Natur siehe Barocka: a.a.O., S. 27 ff., Bruppacher: a.a.O., S. 284 ff. und Liefmann: a.a.O., S. 224 ff., sowie Steffe: "Strukturpolitische Probleme des Geld- und Beteiligungs-Sparens", in der "Sparkasse", Jg. 1957, H. 11, S. 163 ff.

auch keine "gegen die Währung gerichtete, Mißtrauen säende Propaganda" betreiben, durch welche vor allem das Einlage-Sparen aufs schwerste bedroht werden müßte.¹⁾ Ganz abgesehen davon ist zweifelsohne das Streben nach Sachwertbesitz - respektive die Werbung dafür und ebenso auch das Prinzip der "dynamischen Rente"- viel eher die Folge zerrütteter Währungsgefüge als ihr tatsächlicher Grund, was aber m.E. durch falsches Gewichten von Ursache und Wirkung oftmals nicht klar zum Ausdruck gelangt.

2. Doch selbst wenn man annimmt, es käme nun wirklich zu einer gewissen Verschiebung vom Konten- zum Anlage-Sparen in aktienfundierte Trust-Zertifikaten, so würde dies kaum inflationistischen Strömungen Auftrieb verschaffen, weil das Investment-System die "Kaufkraft der Massen" ja ebenso abschöpft wie andere Sparformen auch und außerdem noch ein krisenbedingtes, massiert in Erscheinung tretendes "Remonetisieren von Kapital" mitunter beträchtlich erschwert. Die wertpapiermäßig bzw. in Form von Beteiligungs-Scheinen gebundenen Ersparnisse können nämlich "im Prinzip nur insoweit in Geld zurückverwandelt werden, als andere Kapitalanleger bereit sind, die betreffenden Effekten zu übernehmen und damit in die Sparleistung des ursprünglichen Erwerbers einzutreten."²⁾
3. Die stabilisierende Ausgleichsfunktion der obigen "Sperr-Automatik" gegenüber von Börsen- und Wirtschaftstendenz wird allerdings nicht überschätzt werden dürfen, da die Beteiligungs-Sparer, wie früher erwähnt, ein sog. "right of redemption" besitzen, das zwar infolge der gleichfalls erläuterten Ausnahme-Klausel de jure z.T. sehr stark abgeschwächt ist, die verantwortlichen Investment-Organen de facto jedoch dazu zwingt, im Falle von drohenden Börsen-Derouten rechtzeitig zu Liquidationen zu schreiten, um einerseits ausreichend flüssig zu sein und andererseits mög-

1) Zitat nach B a r o c k a: a.a.O., S. 156

2) Aus dem Geschäftsbericht der damaligen "Bank deutscher Länder" für 1954, S. 17.

Vgl. jedoch auch die entsprechende Gegenargumentation von U n v e r z a g t: "Wertpapiersparen und Kontensparen im Jahresbericht der Bank deutscher Länder" in der "Sparkasse", Jg. 1955, H. 10, S. 147 f., sowie F i s c h e r: "Die Arten des Sparens und ihre Bedeutung für die konjunkturelle Entwicklung", ebendort, H. 21, S. 332 ff.

lichst verlustfrei zu bleiben.¹⁾

4. Betrachtet man schließlich die gesammelten Sparkapitalien hinsichtlich ihrer Verwendung im Rahmen der einzelnen Anlage-Arten, so stößt man auf einen Gesichtspunkt, der besonders von Seiten des Sparkassensektors laufend mit Nachdruck herausgestellt wird.²⁾ Gemeint ist der Umstand, daß die Investment-Beträge über den Aktienerwerb meistens an relativ wenige Groß-Firmen fließen, wohingegen die Spardepositen in der Regel dem Wohnungsbau dienen, dem Bedarf der Kommunen und vor allem natürlich den verschiedenen Schichten des Mittelstandes, welcher demnach die wichtigste Basis seiner Kreditquellen einbüßen würde, falls es in Zukunft zu einer stärkeren Umlenkung des bisherigen Geldstromes käme. Diese Befürchtung, die rein gedanklich unwiderlegbar erscheint, dürfte jedoch in praxi kaum eintreten, nachdem das Investment-System - wie die Erfahrung des Auslandes zeigt - den übrigen Typen privater Vermögensanlage durchwegs genügenden Spielraum beläßt und sich harmonisch in die Struktur der dortigen "Sparmärkte" eingefügt hat. Mit größter Wahrscheinlichkeit ist deshalb damit zu rechnen, daß sich der gleiche Prozeß über kurz oder lang auch in Deutschland vollzieht, wo man nach neuerer Schätzung für die Beteiligungs-Fonds ein maximales Volumen von ungefähr 2 Mrd. DM erwartet, demgegenüber allein im Bereiche des Giroverbandes Ende 1957 über 18 Mrd. DM auf Sparkonten angelegt waren.³⁾ Ein möglicher Abzug diverser Beträge zu Gunsten des Ankaufs von Zertifikaten könnte so-
-

- 1) So begannen z.B. die amerikanischen Investment-Gesellschaften, welche jahrzehntelang als "Selbstregler der Konjunktur" überaus lobende Kritiker fanden, aus Anlaß der sich verschärfenden "recession" mit dem Abstoß erheblicher Aktienpakete, woraus man den praktischen Schluß ziehen kann, daß sie im Sinne von Kurs-Stützen immer nur solange wirken, solange die Gleichgewichtsstörung lediglich kleineres Ausmaß erreicht. (Nach einem Lagebericht: "In den USA denkt man pessimistischer", in der "Deutschen Zeitung und Wirtschaftszeitung", Nr. 30 vom 16. April 1958)
- 2) Siehe z.B. den Artikel: "Sparförderung bleibt notwendig" über den Jahresbericht des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes für 1956, im "Handelsblatt", Nr. 78 vom 8. Juli 1957.
- 3) Vgl. hierzu die Notiz über den "Sättigungspunkt" des Investment-Bedarfes auf Seite 129, sowie auch die Stellungnahme zur Vertikal-Konkurrenz der Sparformen untereinander im entsprechenden Abschnitt, S. 135 ff.

nach im Kreditapparat keine "organische" Störung bewirken, zumal ohnehin - wie auch statistisch belegt - das direkte Wertpapiersparen früher ja sehr viel verbreiteter war als in der heutigen Zeit. Im übrigen aber bliebe hier nochmals auf die Gewinnung von Neu- oder Mehr-Sparern hinzuweisen, die aus mancherlei Gründen volkswirtschaftlicher Art äusserst erstrebenswert ist und durch gemeinsame Schritte aller beteiligten Kreise sicher erzielbar sein dürfte, ohne daß alte, seit langem bewährte Kapitalbildungsformen zum Schaden des Ganzen an Einfluß und Zugkraft verlieren. Als gegebenes Mittel empfiehlt sich daher ein umfassendes Werbe-Programm für sämtliche Typen der Eigen-Vorsorge zusammen, welches im Hinblick auf das Investment-System unter das Motto gestellt werden müßte: "Das eine zwar tun, doch das andre nicht lassen!"¹⁾

Zu den Faktoren, deretwegen die Institution der Anlage-Fonds gegenwärtig bevorzugt im Brennpunkt der Meinungen steht, gehört auch des weiteren eine Vielzahl Ideen gesellschaftspolitischer Färbung, mit denen bekanntlich gerade in Deutschland der nüchterne Vorgang kollektiver Spartätigkeit sozialproblematisch durchgesetzt worden ist.²⁾ Dabei geht man gewöhnlich von der als dringend erkannten Notwendigkeit aus, ganz besonders die Massen der Arbeiterschaft wesentlich stärker als bisher am Schicksal der Wirtschaft zu interessieren, wofür das Investment-Prinzip vor allem deshalb geeignet erscheint, weil, es zwar breitesten Schichten des Volkes den Weg zur Beteiligung an Substanz und Ertrag des nationalen Produktionsvermögens eröffnet, im Gegensatz aber zur sog. "Belegschaftsaktie" keine einseitige Bindung der Sparer verursacht.³⁾ Wenngleich

1) Ähnlich B a r o c k a: a.a.O., S. 167.

2) Vgl. z.B. M o l i t o r: "Investment-Gesellschaften - Instrument der Eigentumsbildung", in den "Gewerkschaftlichen Monatsheften", Nr. 7/1956, S. 419 ff.

3) Bezüglich der letzteren ergab eine kürzliche Teil-Untersuchung, daß ihr Erwerb seitens der Arbeiter überraschenderweise sehr oft eine Frage des persönlichen Vertrauens zur betreffenden Geschäftsleitung darstellt, weshalb auch von ihrer neuerdings steigenden Beliebtheit nicht unbedingt auf die Chancen etwaiger "Volksaktien" oder eines sog. "Sozialkapitalfonds" geschlossen werden darf. (Nach einer Meldung: "Belegschaftsaktien bei Mannesmann abermals ein Erfolg", im "Arbeitgeber", Nr. 8 vom 20. April 1958)

nun besagten Projekten eine gewisse Bedeutung insofern nicht
absprechbar ist, als ihre Realisierung den Gedanken der Part-
nerschaft fördern und zur Entspannung im Arbeitskampf beitra-
gen würde, so bleibt doch ihr Wirken rein faktisch stets da-
durch begrenzt, daß auch der ausgefeilteste Mechanismus in-
vestment-technischer Art das zentrale Problem einer gerechten
Verteilung der Einkommensströme erklärlicherweise bei weitem
nicht restlos zu lösen vermag, sondern nur subsidiär zum ur-
alten Streben des Einzelnen nach Wohlstand in Freiheit ergän-
zend und helfend hinzutreten kann.

Verzeichnis der benutzten Fach-Literatur

=====

- B a d g e r - G u t h m a n n: "Investment; principles and practices", New York 1937
- B a r o c k a: "Investment-Sparen und Investment-Gesellschaften", Stuttgart 1956
- B r o w n: "Market Research and Analysis", New York 1937
- B r u p p a c h e r: "Investment Trusts", Zürich 1933
- D ü r k e s: "Wertsicherungsklauseln", Heidelberg 1956
- E g g e r: "Kapitalanlage und Vermögensverwaltung", Tübingen 1939
- F r a n z: "Die Investment Trusts", Köln 1929
- G o l d s c h m i d t: "Investment Trusts in Deutschland", Mannheim 1932
- G u t e n b e r g: "Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre", Band II: Der Absatz, Berlin/Göttingen/Heidelberg 1956
- H i n t n e r: "Das Treuhandwesen in der deutschen Volkswirtschaft", München/Berlin/Leipzig 1926
- H o b a r t: "Praxis der Marktforschung", Essen 1952
- H u e c k: "Recht der Wertpapiere", Berlin/Frankfurt 1954
- H ü g i: "Der amerikanische Investment Trust", Leipzig 1936
- J ö r g e n s: "Finanzielle Trust-Gesellschaften", Stuttgart/Berlin 1902
- K e y n e s: "Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes", Deutsche Ausgabe, München 1936
- K i l g u s: "Kapitalanlagegesellschaften, Investment Trusts", Freiburg i.Br. 1929
- K n o b l i c h: "Die Rechtsverhältnisse bei den Investment-Gesellschaften, insbesondere die rechtliche Stellung der Inhaber von Anteilscheinen", Erlangen 1953
- L a d n e r: "Methoden der Marktanalyse", Zürich 1950
- L i e f m a n n: "Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaften", Jena 1931
- L i n h a r d t: "Die Britischen Investment Trusts", Berlin 1935
- M e i t h n e r: "Die Preisbildung an der Effektenbörse", Wien 1930
- M e r t e n - N o a c k: "Geldanlage und Börse", Berlin 1929
- O b s t - H i n t n e r: "Geld-, Bank- und Börsenwesen", Stuttgart 1955
- O f f n e r: "Die kapitalwirtschaftliche Funktion der Holding-Gesellschaften und Investment Trusts", Frankfurt 1933
- P r i o n: "Die Preisbildung an der Wertpapierbörse", München/Leipzig 1929
- P u h l: "Kapitalanlage in USA-Wertpapieren", München 1956
- Q u i t t n e r: "Investment", Berlin 1930
- R i n s o z: "Zur Rechnungsführung der Investment Trusts", Zürich 1952

R o b i n s o n: "Investment Trust Organisation and Management", New York 1931

S c h ä f e r: "Grundlagen der Marktforschung", Köln/Opladen 1953

S c h r e m p f: "Geld richtig anlegen", München 1955

S e i s c h a b: "Investment Trusts", Stuttgart 1931

S e y f f e r t: "Wirtschaftliche Werbelehre", Wiesbaden 1952

S i a r a - T o r m a n n: "Kommentar zum Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften", Frankfurt 1957

S o i n é: "Kontosparen und Wertpapiersparen", Mannheim/Karlsruhe 1954

T r u m p l e r: "Die Aktiengesellschaft nach dem Gesellschafts-, Bilanz- und Steuerrecht der Vereinigten Staaten von Amerika", Basel 1942

V o i g t: "Der volkswirtschaftliche Sparprozeß", Berlin 1950

W e n d t: "Wer informiert über den Wertpapiermarkt?", München 1957

W i e s e n b e r g e r: "Investment companies 1957; an annual compendium of information about mutual funds and investment companies", New York 1957

W o l f g a n g: "Die Kursbildung am Rentenmarkt", Stuttgart 1931

++++++

Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Band 2, Frankfurt 1957

Handbuch des gesamten Kreditwesens, Frankfurt 1953

Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Band 1, 3.Aufl., Stuttgart 1956 bzw. 2.Aufl., Stuttgart 1938, sowie Band 2, 2.Aufl., Stuttgart 1939

++++++

"Der Arbeitgeber", Zeitschrift der Bundesvereinigung der deutschen Arbeitgeberverbände, Düsseldorf

"Der Bankkaufmann", Wiesbaden

"Deutsche Zeitung und Wirtschafts-Zeitung", Stuttgart

"Frankfurter Allgemeine Zeitung für Deutschland", Frankfurt

"Gewerkschaftliche Monatshefte", Köln

"Handelsblatt", Deutsche Wirtschaftszeitung, Düsseldorf

"Industriekurier", Unabhängige Zeitung für Politik, Wirtschaft und Technik, Düsseldorf

"Sparkasse", Zeitschrift des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes e.V., Bonn

"Der Spiegel", Das deutsche Nachrichten-Magazin, Hamburg

"Der Volkswirt", Wirtschafts- und Finanzzeitung, Frankfurt
"Das Wertpapier", Zeitschrift der Deutschen Schutzvereinigung
für Wertpapierbesitz, Düsseldorf
"Zeitschrift für Handelswissenschaftliche Forschung",
Köln/Opladen
"Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", Frankfurt

++++++

Diverse Prospekte, Geschäftsberichte u.ä. von Investment-
Gesellschaften, Bausparkassen und anderen Kreditinstituten,
sowie einzelne Monatsberichte der Bank deutscher Länder
bzw. der Deutschen Bundesbank

L e b e n s l a u f

Ich wurde am 18. Februar 1931 als erstes Kind der Kaufmanns-eheleute Arthur und Maria K a w a n in Hultschin/CSR geboren, wo ich auch den größten Teil meiner Kindheit verbrachte. Im April 1937 trat ich in die dortige tschechoslowakische Volksschule ein und besuchte diese bis zur Wiedereingliederung meiner Heimat in das Deutsche Reich im Herbst 1938. Anschließend ging ich dann noch bis zur fünften Klasse in die nunmehr deutschsprachige Knabenschule und wurde daraufhin im September 1941 von der "Ostlandschule" - einer staatlichen Oberschule für Jungen - aufgenommen, an welcher ich drei Jahre lang blieb. Als die Anstalt infolge der näherrückenden Ostfront im Herbst 1944 ihren Unterrichtsbetrieb einstellen mußte, übersiedelte ich zu Verwandten nach Marienbad/Sudeten, wo ich bis zum Ende des Krieges die dortige Oberschule besuchte.

Da die ehemals deutschen Institute nach dem Zusammenbruch in der neugegründeten Tschechoslowakei nicht wieder geöffnet werden durften und ich nicht mehr schulpflichtig war, arbeitete ich bis zur Aussiedlung meiner Familie im Januar 1946 in der Landwirtschaft. In Bayern jedoch nahm ich den Schulbesuch im März 1946 wieder auf, bestand im Juli 1951 an der Oberrealschule Coburg das Abitur und absolvierte danach bei der Bayerischen Staatsbank, die mich auch später regelmäßig als Werkstudenten beschäftigte, eine kaufmännische Lehrzeit. Nachdem ich im Frühjahr 1953 die Bankgehilfenprüfung abgelegt hatte und anschließend noch einige Monate als Angestellter tätig war, kündigte ich das Arbeitsverhältnis und begann im November 1953 an der Universität München mit dem Studium der Betriebswirtschaftslehre, welches ich im Oktober 1956 mit dem Staatsexamen für Diplom-Kaufleute vorläufig abschloß.

Nach einer zwischenzeitlichen Tätigkeit bei der Bayerischen Landesanstalt für Aufbaufinanzierung, München widmete ich mich der Abfassung meiner Dissertation und bereitete mich sodann auf die mündliche Doktor-Prüfung vor, die ich am 17. Dezember 1958 erfolgreich bestand.

